

# 广汽集团（601238）：合资板块的同向共振

## ——系列深度报告五

2021年10月25日

强烈推荐/维持

广汽集团 公司报告

本篇报告重点研究了广汽集团合资板块业务，详细分析了旗下四家合资车企经营情况以及对未来发展趋势的判断。

**广汽集团投资收益构成：**投资收益主要由合营联营企业贡献，合营联营企业由整车、零部件、物流和金融等企业构成，而零部件等企业以配套、服务整车企业为主，其经营与整车企业有较强的相关性。因此，我们选择对投资收益影响最大的四家整车合资公司作为重点分析对象，对其进行分析和预测。

**投资收益增长有望提速：**2018年至今，广汽丰田和广汽本田先后进入增长周期，但广菲克和广汽三菱开始亏损且幅度不断加大，导致投资收益增速不高。2017-2020年合营联营投资收益复合增长率仅为5.1%。2020-2023年该投资收益增长有望提速，复合增速预计将超过13%。1)乘用车行业将进入复苏周期，我们判断，我国乘用车销量2020-2025年复合增速有望达到8.6%。2)合资汽车市场集中度提升，两田受益。广汽丰田和广汽本田在2022年销量均有望达到或超过100万辆。3)广汽三菱进入新的合资合作阶段，广汽集团持续赋能，叠加新车型投放，广汽三菱有望改善；广菲克已是最差时刻，外方股东将发布全新中国区战略，产能优化措施将落地。

**两田份额将持续提升：**1)广汽丰田：2021年来，广丰新产品投放节奏加快。凌尚、全新汉兰达、赛那、锋兰达、VENZA都将于2021-2022年发布。新产能投放，2022年广汽丰田产能将从2020年的60万产能扩充至100万辆。第四、第五产线将用来生产全新车型，如赛那、全新汉兰达以及全新SUV等。2)广汽本田：大单品策略的成功，十一代思域姊妹车型—广本型格将上市。依据广本成熟车型代系规律，我们预计，2022年奥德赛、缤智、皓影都将进入换代期，2023年雅阁、凌派和冠道有望实现换代；新产能释放，广汽本田整车总产能将从77万台于2022年提升到91万台，于2024年达到103万辆，且广本产能提升所投入的资金较少。

**广汽三菱与菲克的改善：**1)广汽三菱：广汽集团持续赋能合资公司，开启合资新模式，加大本地化研发。主力车型欧蓝德进入换代期。2)广汽菲克：广菲克已经是最差的时刻，股东双方积极配合、通力合作，通过产能调整、实施全新的中国战略，以改变广菲克经营状况，目前最差的状态终将改变。

**公司盈利预测及投资评级：**我们看好公司合营联营业务的发展，2022年及以后，四家合资公司有望同向共振。我们预计公司2021—2023年归母净利润分别为81.7亿元、129.1亿元和157.1亿元，对应EPS分别为0.79、1.25和1.52元。按照2021年10月22日A、H收盘价，对应广汽集团A股PE值分别为22、14和11倍，广汽集团H股PE值分别为8、5和4倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：行业需求低迷、公司新车型不及预期、新能源汽车发展不及预期。

### 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	59,704.32	63,156.99	80,923.61	108,108.77	130,605.42

### 公司简介：

公司是由广州汽车工业集团有限公司、万向集团公司、中国机械工业集团公司、广州钢铁企业集团有限公司等作为共同发起人，以发起方式设立的大型国有控股股份制企业集团。主要业务包括乘用车、商用车、摩托车、汽车零部件的研发、制造、销售及售后服务，以及汽车相关产品进出口贸易，汽车租赁、二手车、物流、拆解、资源再生，汽车信贷、融资租赁、商业保理、保险和保险经纪，股权投资等。（资料来源：Wind、东兴证券研究所）

### 未来3-6个月重大事项提示：

2021-10-30 发布三季报

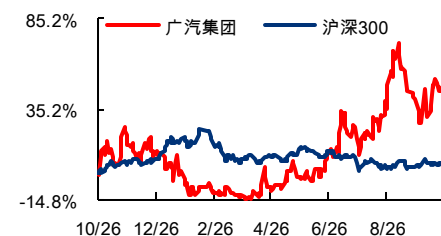
### 发债及交叉持股介绍：

2016-01-22 发行41亿元6年期公司可转债，自2021年9月22日起转股价格调整为13.92元/股。截至2021年8月31日，尚未转股的可转债金额为约25.5亿元，占可转债总量的62.1%。

### 交易数据

52周股价区间（元）	20.37-10.21
总市值（亿元）	1,784.51
流通市值（亿元）	1,233.03
总股本/流通A股（万股）	1,035,700/725,838
流通B股/H股（万股）	-/309,862
52周日均换手率	4.9

### 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 分析师：李金锦

lij-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521030003

### 研究助理：张觉尹

021-25102897

zhangjueyin@dxzq.net.cn

---

增长率 (%)	-17.51%	5.78%	28.13%	33.59%	20.81%
净归母利润 (百万元)	6,617.54	5,965.83	8,174.03	12,909.85	15,713.54
增长率 (%)	-38.69%	-9.84%	35.41%	57.73%	21.73%
净资产收益率 (%)	8.26%	7.08%	8.86%	12.29%	13.04%
每股收益(元)	0.65	0.58	0.79	1.25	1.52
PE	26.51	29.71	21.82	13.81	11.35
PB	2.20	2.11	1.93	1.70	1.48

---

执业证书编号:

S1480119070035

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所



## 目 录

1. 广汽集团投资收益的构成 .....	5
2. 主要合资公司分析 .....	6
2.1 广汽丰田：丰田之道的完美体现 .....	6
2.2 广汽本田：大单品策略的成功 .....	12
2.3 广汽三菱：合资合作新阶段 .....	19
2.4 广汽菲克：困境之变 .....	22
3. 广汽集团投资收益将进入快速增长期 .....	26
3.1 2018-2020 年增速平稳：两田向上、广菲克，三菱向下 .....	26
3.2 2022 年将进入快速增长期：四家合资公司同向共振 .....	27
3.2.1 行业将进入复苏周期 .....	27
3.2.2 合资市场集中度提升，两田受益 .....	27
3.2.3 广汽三菱与广菲克的改善 .....	29
4. 主要结论 .....	30
5. 风险提示 .....	31
相关报告汇总 .....	33

## 插图目录

图 1： 广汽集团投资收益及联营合营投资收益（单位：万元） .....	5
图 2： 广汽丰田主要车型上市时间及指导价范围 .....	7
图 3： 广汽丰田历年来的高产能利用率 .....	8
图 4： 主要合资车企产能利用率对比 .....	8
图 5： 广汽丰田生产工厂良率 .....	8
图 6： 广汽丰田第三产线：生产空间减少 27%，效率提升 40% .....	8
图 7： 广汽丰田 4S 店数量稳步增加 .....	9
图 8： 主要合资车企的渠道数量 .....	9
图 9： 广汽丰田历年销量及增速 .....	9
图 10： 广汽丰田产能与产品规划 .....	错误!未定义书签。
图 11： 广汽丰田营收及增速 单位：百万元 .....	11
图 12： 广汽丰田单车均价 单位：万元 .....	11
图 13： 合资车企单车均价对比 单位：万元 .....	11
图 14： 广汽丰田净利润估算及增速 单位：百万元 .....	12
图 15： 广汽丰田净利润率估算 .....	12
图 16： 合资车企净利润率对比 .....	12
图 17： 本田汽车第六代奥德赛发布 .....	14
图 18： 本田汽车第二代缤智 .....	14
图 19： 中级轿车竞争格局 .....	15
图 20： 小型轿车竞争格局 .....	15

图 21: 合资小型 SUV 竞争格局.....	15
图 22: 合资紧凑 SUV 竞争格局.....	15
图 23: 广汽本田历年产能利用率 单位: 万台 .....	16
图 24: 广汽本田型格 INTEGRA .....	17
图 25: 东本思域销量表现 .....	17
图 26: 广汽本田历年销量及增速 单位: 辆 .....	18
图 27: 广汽本田营收及增速 单位: 百万元 .....	18
图 28: 广汽本田车型均价 单价: 万元 .....	18
图 29: 推算广汽本田净利润及增速 单位: 百万元 .....	18
图 30: 广汽本田净利润率估算 .....	18
图 31: 广汽三菱历年销量及增速 .....	19
图 32: 车型销量占比 2021.1-9.....	19
图 33: 与 GAC 在中国市场推出 EV 车型 .....	20
图 34: 加强与 GAC 的合作 .....	20
图 35: 2020 年 9 月广汽三菱中期规划发布会 .....	20
图 36: 广汽三菱&广汽集团—阿图柯 .....	21
图 37: 广汽三菱新能源项目开工 .....	21
图 38: 全新一代欧蓝德 .....	21
图 39: 广汽三菱汽车有限公司新车型改造项目 .....	21
图 40: 广汽三菱营收及增速 单位: 万元 .....	22
图 41: 广汽三菱车型均价 单位: 万元 .....	22
图 42: 广汽三菱净利润及净利润率估算 单位: 万元 .....	22
图 43: 广菲克销量 单位: 辆 .....	23
图 44: 多品牌战略 1 .....	23
图 45: 多品牌战略 2 .....	23
图 46: PSA、FCA 在欧洲的市场份额 .....	24
图 47: FCA 在美国的市场份额 .....	24
图 48: 神龙汽车销量(PSA 在中国合资公司) 单位: 辆 .....	24
图 49: 广菲克营收及增速 单位: 万元 .....	25
图 50: 广菲克单车均价 单位: 万元 .....	25
图 51: 广菲克净利润估算 单位: 万元 .....	26
图 52: 联营合营投资收益及增速 .....	27
图 53: 四家合资车企营收增速对比 2017-2020.....	27
图 54: 国内乘用车销量预测 .....	27
图 55: 2020 年我国乘用车市场份额 .....	28
图 56: 我国乘用车车系结构 .....	28
图 57: 主要自主与合资车企均价对比 单位: 万元 .....	29
图 58: 自主车企 TOP5 市占率—2021.1-6 .....	29
图 59: 美法韩销量的持续下滑-2021.1-6 单位: 辆 .....	29
图 60: 主要合资车企在中国销量 单位: 辆 .....	29

图 61： 联营合营投资收益预测 单位：万元 .....30

## 表格目录

表 1： 广汽集团主要合营与联营公司 单位：万元 .....5

表 2： 广汽丰田新车型规划.....10

表 3： 广汽本田主要在售车型换代史 .....13

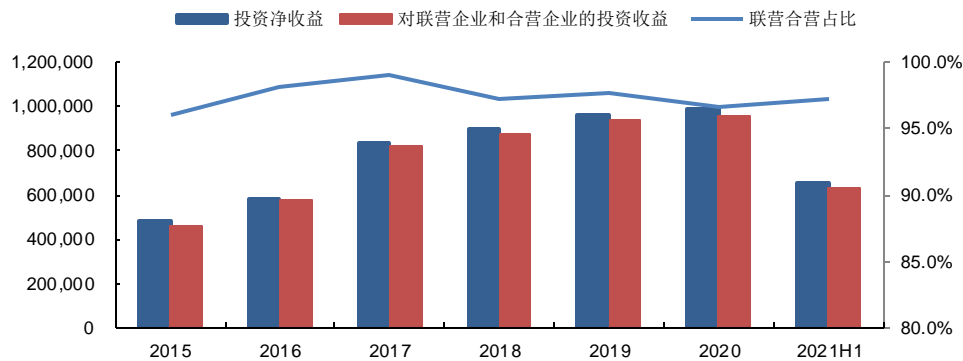
表 4： 广汽本田四大整车生产线布局.....16

表 5： 广汽本田主要车型换代时间猜测 .....17

## 1. 广汽集团投资收益的构成

**合营联营企业投资收益占比超过 95%：**2020 年广汽集团实现投资收益 99.1 亿元，合营联营企业投资收益为 95.7 亿元，占 96.6%。其他投资收益约 3.4 亿元，其他投资收益包括处置其他非流动金融资产取得的投资收益（1.4 亿元）、其他非流动金融资产在持有期间的投资收益（9074.9 万元）、债权投资持有期间取得的利息收入（3112.3 万元）等。

图1：广汽集团投资收益及联营合营投资收益（单位：万元）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

**合营联营企业主要由整车和零部件企业构成：**我们梳理了公司 2020 年报中长期股权投资的主要构成，主要合营联营公司如下表。表中合营联营公司对长期股权投资合计 306.3 亿元，占长期股权投资总额的 91.8%。广汽集团投资的合营联营公司主要经营业务包括整车、零部件、物流、金融等。

乘用车整车合营企业有广汽丰田、广汽本田、广汽三菱、广汽菲克，商用车和摩托车合营企业分别为广汽日产和五羊本田摩托车。零部件业务以围绕配套广汽系整车为主构建，产品包括座椅、车灯、内饰件、底盘件、空调等。因此，零部件合营联营公司的业绩表现与广汽系整车的表现高度相关。广汽集团在三家整车企业（广汽丰田、广汽本田和广汽三菱）的长期股权投资额合计为 184.8 亿元，占长期股权投资额的 55.37%。我们将重点对四家合营整车企业（包括广汽菲克）进行分析，并对投资业务未来发展做出判断。

表1：广汽集团主要合营与联营公司 单位：万元

单位名称	主要业务	持股比例	其他股东	零部件企业客户	长期股权投资*
广汽本田汽车有限公司	整车	50%	本田技研工业株式会社	不涉及	511,199
广汽丰田汽车有限公司	整车	50%	丰田汽车公司	不涉及	905,183
广汽三菱汽车有限公司	整车	50%	三菱自动车、三菱商事株式会社	不涉及	432,085
广汽菲克汽车有限公司	整车	50%	Stellantis N.V.	不涉及	未披露
广汽日产汽车有限公司	商用车	50%	日产自动车株式会社	不涉及	25,939
五羊-本田摩托（广州）有限公司	摩托车	50%	本田技研工业株式会社	不涉及	72,370
广汽汇理汽车金融有限公司	汽车金融	50%	东方汇理	广汽系整车企业	321,533
广汽优利得汽车内饰系统有限公司	零部件-全内饰	50%	优利得	广汽系整车企业	7,872
杭州依维柯汽车传动技术有限公司	零部件-变速器	50%	Stellantis N.V.	广菲克、广汽乘用车等	21,611

单位名称	主要业务	持股比例	其他股东	零部件企业客户	长期股权投资*
长沙卡斯马汽车系统有限公司	零部件-驱动器、车身等	49%	麦格纳	广菲克、广三菱等	17,584
梅州圣戈班汽车玻璃系统有限公司	零部件-汽车玻璃	49%	圣戈班	广汽乘用车等	5,321
湖南广汽商贸日邮物流有限公司	零部件物流、采购等	75%	日本邮船株式会社	广汽三菱等	11,929
鞍钢广州汽车钢有限公司	零部件-汽车外板等	35%	鞍钢股份、鞍钢蒂森克虏伯	广汽系整车企业	24,458
广汽丰田发动机有限公司	零部件-发动机	30%	丰田汽车公司	广汽丰田	156,198
上海日野发动机有限公司	零部件-商用车发动机	30%	日本日野自动车株式会社	广汽日野	20,397
时代广汽动力电池有限公司	零部件-动力电池	49%	宁德时代	广汽埃安等	50,046
广汽爱信自动变速器有限公司	零部件-自动变速箱	40%	爱信	广汽乘用车等	26,259
广爱兴汽车零部件有限公司	零部件-内饰	32%	提爱思、全兴等	广汽系整车	10,518
广州提爱思汽车内饰系统有限公司	零部件-座椅	48%	提爱思	广汽本田	57,873
广州斯坦雷电气有限公司	零部件-车灯等	30%	斯坦雷、本田	广汽本田	79,874
广州电装有限公司	零部件-空调系统等	40%	电装	广汽系整车企业	76,001
广州林骏汽车内饰件有限公司	零部件-汽车成型地毯	49%	林天连布株式会社	广汽本田、广汽丰田等	19,671
广州普利司通化工制品有限公司	零部件-座垫聚氨酯制品	48%	普利司通	广汽本田	6,663
广州樱泰汽车饰件有限公司	零部件-座椅、内饰板等	25%	丰田纺织	广汽丰田	22,173
广州中精汽车部件有限公司	零部件-铝合金车轮	40%	中央精机株式会社	广汽丰田、广汽本田等	16,299
德爱康纺织内饰制品有限公司	零部件-座椅套等	48%	提爱思	广汽本田	6,990
广州三叶电机有限公司	零部件-启动电机等	26%	三叶株式会社	广汽本田、东风本田等	24,616
日立安斯泰莫底盘系统有限公司	零部件-底盘系统等	31%	日立安斯泰莫株式会社等	广汽系整车企业	32,877
广州安道拓汽车座椅有限公司	零部件-座椅	48%	安道拓	广汽系整车企业	16,859
申雅密封件（广州）有限公司	零部件-橡胶密封件	49%	申雅密封件有限公司	广汽系整车企业	6,951
武汉斯坦雷有限公司	零部件-车灯等	15%	斯坦雷、本田	广汽系整车企业	14,415
惠州市住友汽车电装有限公司	零部件-线束	47%	住友电气工业株式会社	广汽系整车企业	5,636
广州卡斯马汽车系统有限公司	零部件-驱动器、车身等	49%	麦格纳	广菲克、广三菱等	8,865
广州尼得科汽车驱动系统有限公司	零部件-驱动电机	49%	日本电产株式会社	广汽埃安等	15,018
富田-日捆储运（广州）有限公司	零部件-汽车物流	40%	日捆控股株式会社、本田	广汽本田	6,655
广汽丰田钢业有限公司	零部件-车体钢板加工	30%	丰田通商株式会社	广汽丰田、广汽乘用车	25,127
合计	—	—	—	—	3,338,114

资料来源：广汽集团2020年报，天眼查，东兴证券研究所 注：长期股权投资为2020年期末末值

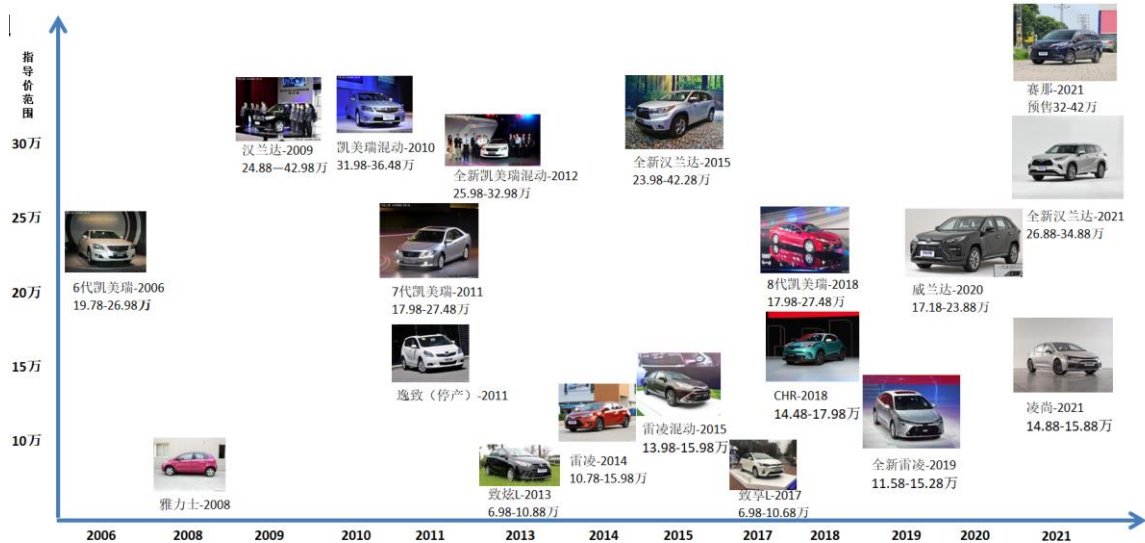
## 2. 主要合资公司分析

### 2.1 广汽丰田：丰田之道的完美体现

广汽丰田汽车有限公司（简称广汽丰田、广丰）成立于2004年9月1日，由广汽集团股份有限公司和丰田汽车公司各出资50%组建。广汽丰田下设全资子公司广汽丰田汽车销售有限公司，负责广丰车型的销售管理等。广汽丰田成立至今，重要节点如下：



- 2006年5月23日, 广汽丰田首款车型—**凯美瑞**下线, 并于同年6月17日全国正式上市。
- 2009年5月广汽丰田第三款车型—**汉兰达**下线, 同时, 广汽丰田第二生产线投产, 总产能达到**40万辆**。汉兰达于同年6月20日全国正式上市。
- 2014年4月18日, 广汽丰田第五款车, 首款中级轿车**雷凌**发布, 并于5月20日全国上市。
- 2018年1月16日, 广汽丰田第三生产线正式投产, 总体产能达到**60万辆**。
- 2018年6月23日, 广汽丰田首款**TNGA车型 C-HR**上市, 标志着丰田TNGA架构国产化启动。
- 2020年8月29日, 广汽丰田新能源产能扩建项目二期动工, 二期有望于**2022年投产**, 届时将新增20万新能源汽车产能。包括新能源扩建项目一期工程, 届时广汽丰田合计产能有望达到**100万辆**。
- 2021年7月25日, 广汽丰田新能源产能扩建项目一期投产, 增加20万产能。

**图2: 广汽丰田主要车型上市时间及指导价范围**


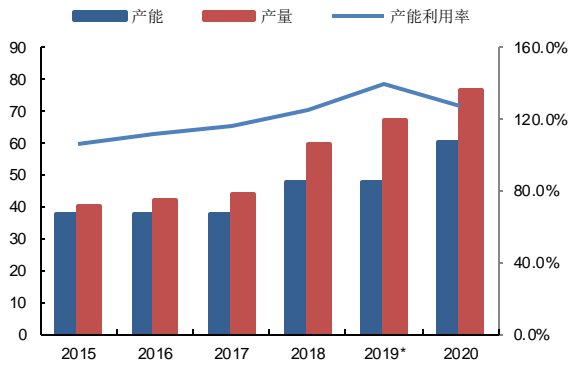
资料来源: 汽车之家, 东兴证券研究所整理

### 广汽丰田是丰田之道的完美体现

**高产能利用率:** 广汽丰田一直维持较高的产能利用率, 2015 至今, 产能利用率一直维持 100%以上, 2019 年更是达到 139.7%的高位。2009 年广汽丰田第二条产线达产以来, 当年形成了共约 40 万辆产能, 2009-2017 年广汽丰田维持了 40 万辆的产能不变。而其产量则从 2009 年的 20.97 万辆增长至 43.92 万辆。

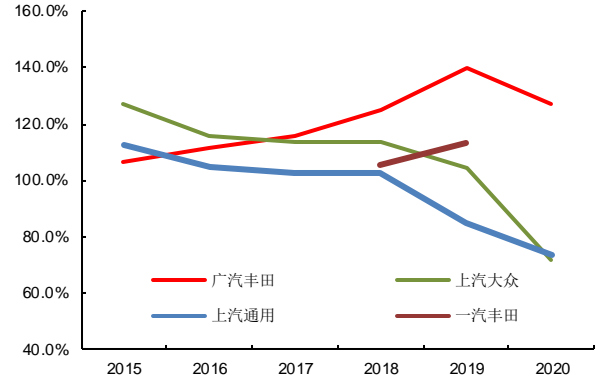
与竞争对手相比, 2020 年上汽大众产能利用率下降至 71.65%, 上汽通用下降至 73.9%。与同为丰田合资公司的一汽丰田相比, 广汽丰田仍然具备较高的运营效率。一汽丰田在 2018-2019 年的产能利用率分别约为 105.6%、113.5%, 低于同时期的广汽丰田。

图3: 广汽丰田历年来的高产能利用率



资料来源: 广汽集团历年报, 东兴证券研究所 注: 2019年12月份新增12万产能, 产能利用率数据计算不包括新增产能。

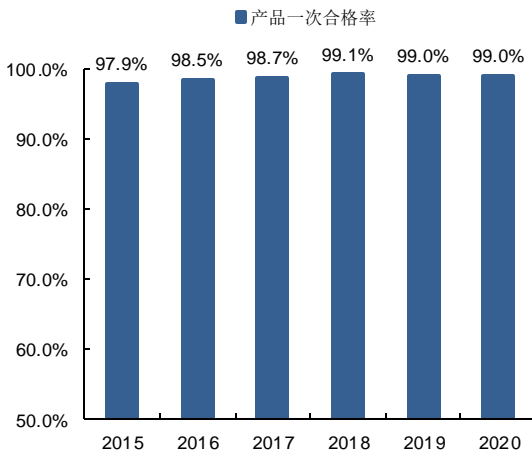
图4: 主要合资车企产能利用率对比



资料来源: 广汽集团年报、上汽集团年报、一汽大众2018、2019社会责任报告, 东兴证券研究所

**高良率:** 自成立以来, 广汽丰田全面导入了丰田的精益生产模式, 引入“自工序完结”、“安东系统”等品质管理工具。2016年广汽丰田取得丰田全球品质监查双线“零不良”, 着力打造“丰田全球模范工厂”。产品合格率不断提升, 广汽丰田工厂产品一次合格率从2015年的97.9%, 不断提升至99%。

图5: 广汽丰田生产工厂良率



资料来源: 广汽丰田历年社会责任报告, 东兴证券研究所整理

图6: 广汽丰田第三产线: 生产空间减少27%, 效率提升40%

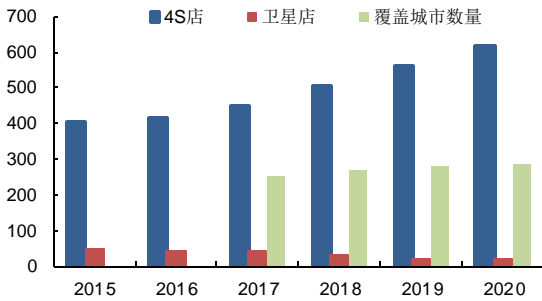


资料来源: 广汽丰田2019年社会责任报告, 东兴证券研究所

**经销渠道的稳步推进, 为百万销量提供支撑:** 近年来, 广汽丰田不断加强经销店建设, 为广汽丰田销量增长提供支撑。截止2020年底, 广汽丰田共拥有经销店638家, 其中4S店617家, 卫星店21家, 经销店覆盖286个地级市, 全国城市覆盖率为83.9%。

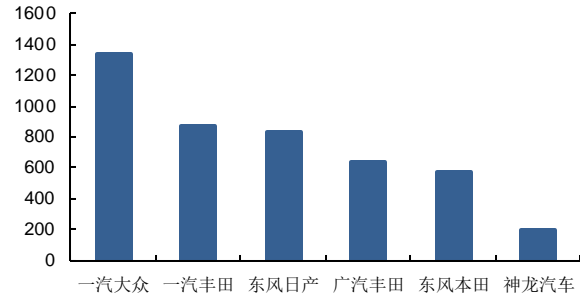
与其他合资车企相比, 广汽丰田的渠道数量仍有提升空间。如一汽大众的大众品牌2019年一级与二级经销商合计达到1339家, 一汽丰田2019年经销商数量为865家, 东风日产为837家。

图7: 广汽丰田4S店数量稳步增加



资料来源: 广汽丰田历年社会责任报告, 东兴证券研究所整理

图8: 主要合资车企的渠道数量

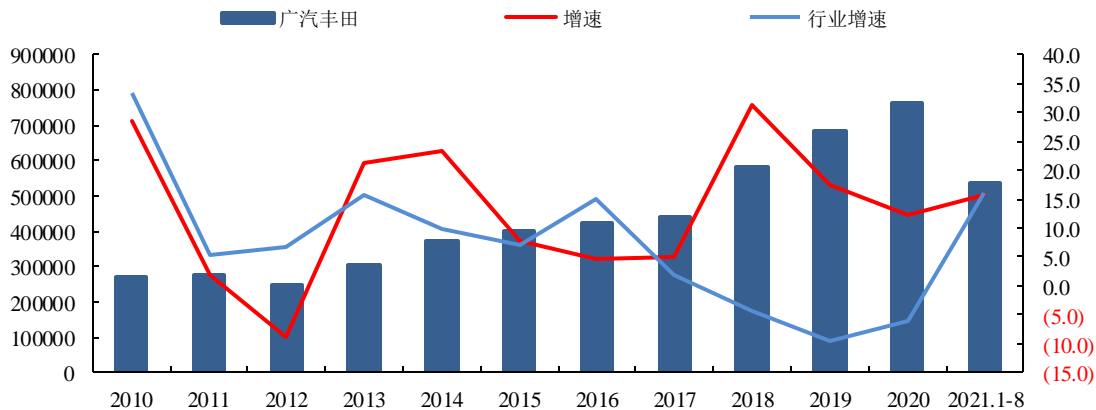


资料来源: 一汽大众官网、东风集团股份有限公司公告, 东兴证券研究所

**2018年以来, 广汽丰田逆势上涨:** 2012年受中日关系影响, 日系车整体下滑, 广汽丰田表现同样弱于行业。2018年广汽丰田开始导入丰田TNGA车型, 旗下主力车型相继换代, 进入新一轮产品周期。2018-2020年行业出现调整时期, 广汽丰田仍然保持逆势上涨态势。

2018年乘用车行业下滑4.33%, 广汽丰田增长31.11%; 2019年乘用车行业下滑9.46%, 广汽丰田增长17.59%。2020年乘用车行业下滑6.05%, 广汽丰田增长12.17%。2021年1-8月, 尤其是8月以来, 东南亚疫情导致丰田芯片供应承压, 广汽丰田累计同比增速略低于行业, 分别为15.73%和16.04%。

图9: 广汽丰田历年销量及增速



资料来源: 公司公告, 中汽协, 东兴证券研究所整理

### 2021年广汽丰田进入新产能、新产品释放期:

**新产能投放, 2022年广汽丰田产能将达到100万辆:** 2019年5月, 公司发布《关于广汽丰田及广丰发动机项目投资建设的公告》, 董事会同意广汽丰田有关新能源车产能扩建项目一期、二期投资项目建设, 两期项目合计新增产能40万辆/年, 计划2022年全部建成投产, 项目总投资1,132,988.6万元人民币。公告称上述项目的投资建设将有助于提升合资公司广汽丰田总体产能, 解决生产瓶颈问题, 并根据中长期发展规划适时导入更多新产品, 满足市场需求以及国家的双积分法规要求。

据广汽集团 2021 年半年报，广汽丰田新能源车产能扩建项目一期 20 万辆/年产能已于 2020 年 7 月正式投产，意味着广汽丰田产能 2021 年将达到 80 万辆。新能源产能扩建项目二期有望于 2022 年投产，届时广汽丰田产能将达到 100 万辆。

**新产品投放加快：**2021 年以来，广汽丰田新产品投放节奏加快。

- 2021 年 6 月发布全新紧凑型轿车凌尚，售价 14.88-15.88 万元，产品定位于雷凌与凯美瑞之间。
- 2021 年 6 月 25 日，广汽丰田全新一代中大型 SUV 汉兰达上市，全系搭载 2.5L+THS 混动系统，售价区间为 26.88-34.88 万元。
- 2021 年 9 月 21 日，广汽丰田全新 MPV 赛那开始预售，预售价区间为 32-42 万。
- 2021 年 9 月，广汽丰田发布全新紧凑型 SUV 锋兰达，我们预计，该车型定位于 C-HR 和威兰达之间。该车型进一步丰富广汽丰田在 SUV 的布局，预计将在 2021 年广州车展亮相。
- 2021 年 9 月，工信部发布第 348 批《道路机动车辆生产企业及产品公告》，广汽丰田一款全新 SUV VENZA 在列，车型尺寸为 4780X1855X1600mm，大于威兰达（4665X1855X1680mm），于一汽丰田凌放 Harrier（4755x1855x1660mm）相当。广汽丰田 VENZA 同时具备燃油和混动两个版本。

**表2：广汽丰田新车型规划**

名称	车型	定位	定价	上市时间	主要竞品
凌尚	轿车	紧凑型轿车	14.88-15.88 万元	2021.6	大众速腾、亚洲狮等
汉兰达	SUV	中大型 SUV	26.88-34.88 万元	2021.6	大众途昂等
赛那	MPV	全尺寸 MPV	预售价 32-42 万元	2021Q4	通用别克 GL8 等
锋兰达	SUV	紧凑型 SUV	未知	2021Q4 亮相	本田 XRV、大众途岳等
VENZA	SUV	中型 SUV	未知	未知	凌放、大众途观 L 等

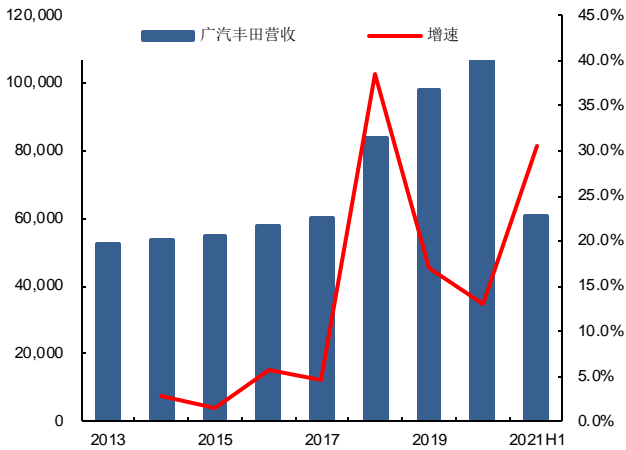
资料来源：广汽丰田官网、工信部网站，东兴证券研究所整理

**新产品叠加新产能释放，支撑广汽丰田未来增长：**2022 年广汽丰田产能将从 2020 年的 60 万产能扩充至 100 万辆。第四、第五产线将用来生产全新车型，如赛那、全新汉兰达以及全新 SUV 等车型。

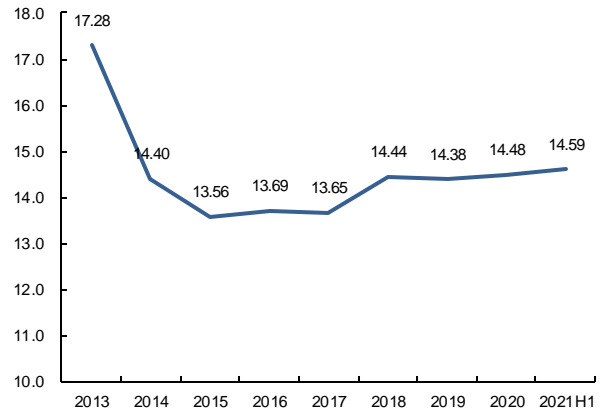
**广汽丰田的盈利估算：**

由于广汽集团并未披露广汽丰田等合资公司的净利润，仅披露其销量与营业收入，我们依据长期股权投资额、增资额、现金分红额等估算广汽丰田等合资企业的净利润水平，即按照长期股权投资的变动额=对应比例当期净利润+当期增资额-当期现金分红估算。需要重点说明的是，广汽丰田及其他合资公司（广汽本田、广汽菲克和广汽三菱等）的净利润数据为东兴证券汽车组依据公开数据估算得出，非官方数据，仅供参考。

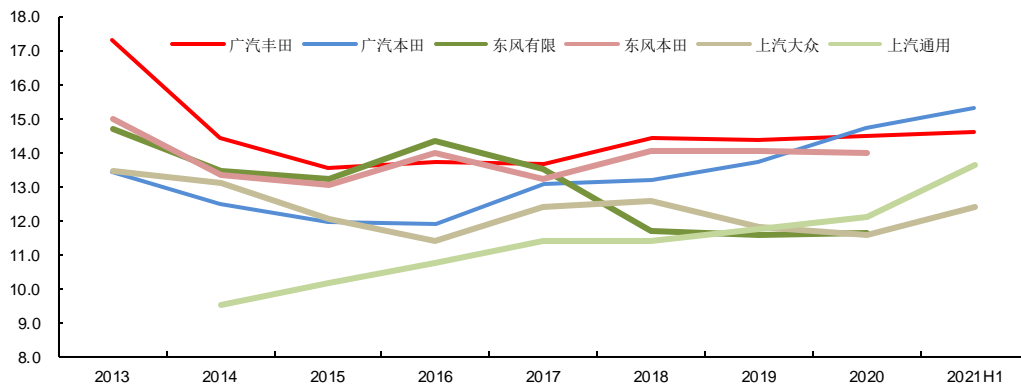
**单车均价稳步提升：**2020 年广汽丰田实现营收 1107.6 亿元，增长 13.0%，单车均价为 14.48 万元。从 2018 年 TNGA 车型导入以来，广汽丰田单车均价维持稳步向上的趋势，2021H1 均价为 14.59 万元。与主要德美日系竞争对手相比，2018 年以来，广汽丰田均价超过上汽大众、上汽通用、东风日产、东风本田，体现了广汽丰田在品牌力和产品力的双重提升。

**图10: 广汽丰田营收及增速 单位: 百万元**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所整理

**图11: 广汽丰田单车均价 单位: 万元**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

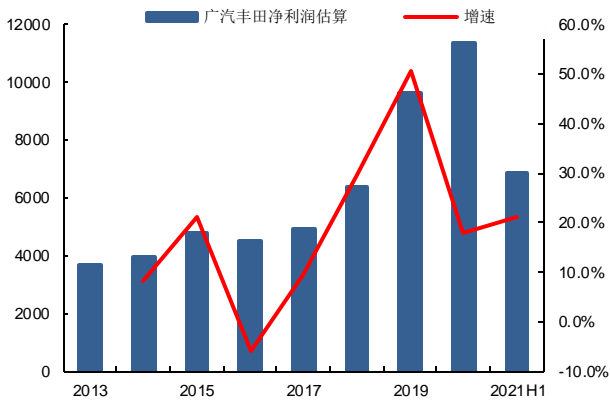
**图12: 合资车企单车均价对比 单位: 万元**


资料来源: 广汽集团、东风集团股份、上汽集团公告, 东兴证券研究所整理 注: 东风有限以东风日产为主

**广汽丰田净利润及净利润率的估算:** 据我们的估算, 2020年广汽丰田实现净利润约为113.8亿元, 对应净利润率为10.3%, 贡献投资收益约56.9亿元, 净利润及利润率均创历史新高。净利润率的上升周期同样始于2018年TNGA车型的导入。与其他德美日合资车企相比, 广汽丰田净利润率于2019年超过上汽大众, 成为下图中盈利能力最强的车企。

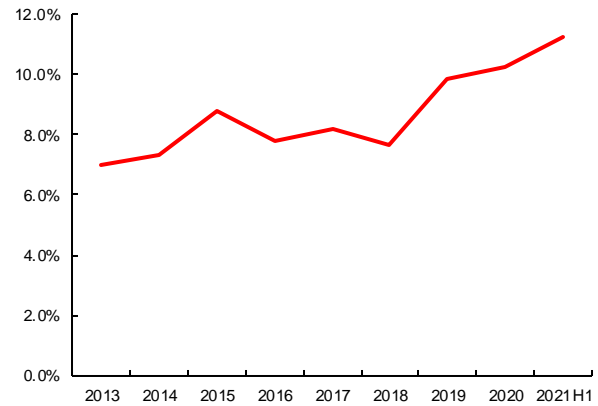
**广汽丰田净利润率估算具备合理性:** 参考上汽集团历年年报, 上汽大众2008-2020年净利润率区间为5.9%-12.3%, 其中净利润率最高为2014年12.3%。2010-2014年上汽大众经历了一波净利润率提升的过程, 这是上汽大众发展的黄金时间。最大的竞争对手—日系车企受中日关系拖累, 销量大幅下挫。同时, 上汽大众导入多款新车型, 使得净利润率从2010年8.3%攀升至2014年的12.3%。2018年以来, 广汽丰田TNGA车型周期开启, 净利润率进入10%以上区间具备合理性。

图13：广汽丰田净利润估算及增速 单位：百万元



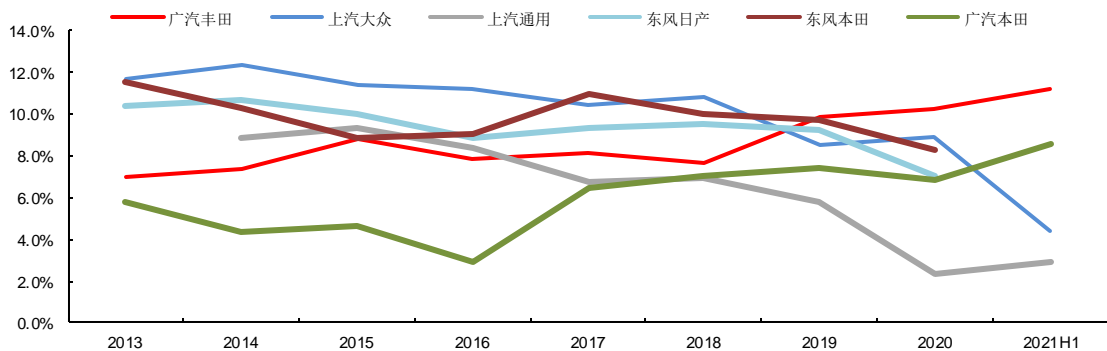
资料来源：公司公告，东兴证券研究所整理 注：该数据为东兴汽车团队根据公开数据估算，仅供参考！

图14：广汽丰田净利润率估算



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图15：合资车企净利润率对比



资料来源：广汽集团、东风集团股份、上汽集团公告，东兴证券研究所整理 注：东风有限以东风日产为主

## 2.2 广汽本田：大单品策略的成功

广汽本田汽车有限公司（简称广汽本田、广本）成立于1998年7月1日，是由广汽集团股份有限公司、本田技研工业株式会社和本田技研工业(中国)投资有限公司按50:40:10的股比共同投资建设和经营的企业。广汽本田下设全资子公司本田汽车（中国）有限公司、广汽本田汽车研究开发有限公司、广汽本田汽车销售有限公司等，广汽本田是一家研产销独立的整车合资公司。重要事件节点如下：

- 1999年3月，广汽本田第一款车型雅阁于广汽本田黄埔工厂（一线）下线，开始进入批量生产阶段。同年，广汽本田生产的雅阁轿车质量在本田所有海外工厂中位居第一。
- 2002年4月，广汽本田第二款车型MPV奥德赛下线并上市。
- 2007年7月，广汽本田汽车研究开发有限公司正式成立。这是国内第一个由合资企业独立投资、以独立法人模式运作的汽车研发机构，拥有包括概念设计、造型设计、整车试作、实车测试、零部件开发等在内的整车独立开发能力。

- 2010年5月,举办扩能启动仪式,增城工厂产能将有12万台提升至24万台,预计2011年下半年完工。广本形成黄埔(一线)、增城(二线)两工厂共计产能48万台。
- 2013年5月,广汽本田第三工厂(三线)暨发动机工厂开工建设,地处增城,于2015年9月正式投产,广本形成共计60万产能。
- 2018年4月,第十代雅阁上市,2019年11月,首款中级SUV皓影上市。
- 2020年4月,广本正式吸收合并本田汽车(中国)有限公司,并将其更名为广州开发区工厂(四线)。

### 广汽本田大单品策略的成功:

2010年3月1日,广汽本田累计生产第200万辆轿车下线,成为当时中国第四家累计生产突破200万辆的轿车企业。最重要的是,广汽本田也是以最少车型数量实现产销200万辆的乘用车企业,即单一车型平均销量最高。广汽本田以大单品策略实现了高车型开发效率:

#### 1) 广汽本田成熟的车型代系规律:

**雅阁:** 目前雅阁已经更新至10代,基本实现每5年换代一次,我们预计2023年将推出第11代雅阁。

**奥德赛:** 目前在售车型为2013年上市的第五代奥德赛,2020年11月5日,本田汽车官网发布全新一代奥德赛。我们预计,六代奥德赛也将较快引入国内。

**飞度:** 2020年广汽本田引入最新一代即第四代飞度,维持每6年换代节奏。

**缤智:** 2014年广汽本田引入本田第一代全球战略车型缤智,2021年2月,本田汽车发布全新一代缤智,新车将率先在日本上市。我们预计,第二代缤智也将较快引入国内。

**凌派:** 目前在售车型为第二代凌派,于2018年上市。

**皓影:** 为东风本田CRV的姊妹车型,对应第五代CRV。皓影于2019年由广汽本田国产。第五代CRV于2016年上市,2021年初,国外媒体曝光第六代CRV伪装照。我们预计,皓影也将同步更新至第六代。

**冠道:** 2016年上市第一代,目前还未换代。

表3: 广汽本田主要在售车型换代史

车型	1999	2002	2003	2004	2008	2009	2013	2014	2016	2018	2019	2020
雅阁	6代雅阁引入		7代雅阁		8代雅阁 18.18-26 .48万元		9代雅阁 20.68-29 .88万元			10代雅阁 20.68-29 .88万元		
		2代奥德赛引入	3代奥德赛		4代奥德赛 22.98-28 .28万元		5代奥德赛 22.98-29 .98万元					
飞度				1代飞度引入	2代飞度 8.68-12 98万元			3代飞度 7.38-11 28万元				4代飞度 8.18-10 88万元
								1代缤智 12.88-18.				

车型	1999	2002	2003	2004	2008	2009	2013	2014	2016	2018	2019	2020
								98 万元				
凌派							1 代凌派 11.48-14. 98 万元			2 代凌派 9.98-13.9 8 万元		
皓影											浩影对应 5 代 CRV, 16.98-25. .28 万元	
冠道									1 代冠道 26.98-32. .98 万元			

资料来源：汽车之家，东兴证券研究所整理

图16：本田汽车第六代奥德赛发布



资料来源：本田汽车官网，东兴证券研究所

图17：本田汽车第二代缤智



资料来源：本田汽车官网，东兴证券研究所

## 2) 广本主力产品均为各自细分市场的“扛把子”：

**雅阁—中级轿车的王者：**B 级轿车市场始终是合资车企的必争之地，日系、德系均有强有力的产品，两方交替领先。自 2018 全新第 10 代雅阁上市后，雅阁销量超过大众双杰-帕萨特、迈腾，成为该领域的销量冠军。

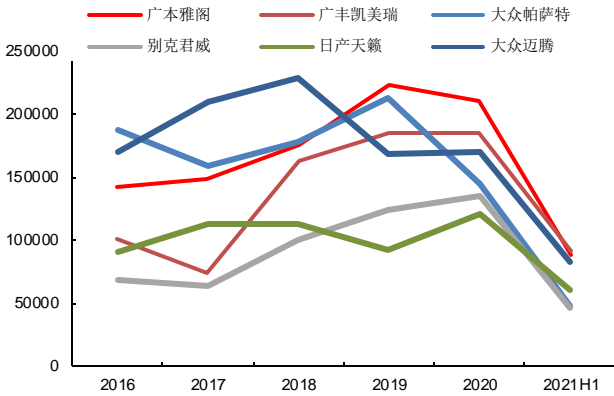
**飞度-小型轿车的王者：**飞度一直在 A0 轿车处于领先地位，主要竞争对手包括大众 polo、丰田雅力士等。2020 年全新四代飞度上市，2021 年受芯片供应影响，销量不低丰田雅力士、致炫，但仍是该领域举足轻重的车型。

**缤智-合资小型 SUV 领域的王者：**广本缤智和东本 XRV 为姊妹车型，两车是合资小型 SUV 销量的 TOP2。

**皓影—合资紧凑 SUV 的王者：**上市时间晚于东本 CRV，自 2019 年上市以来，皓影销量不断攀升，与 CRV 的销量差距不断缩小，2021H1 销量超过大众途观、探岳和日产奇骏等。

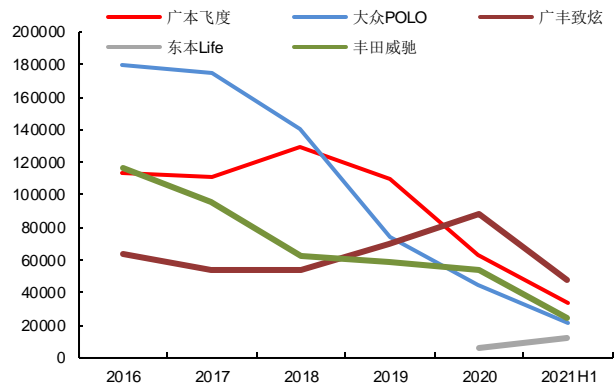


图18: 中级轿车竞争格局



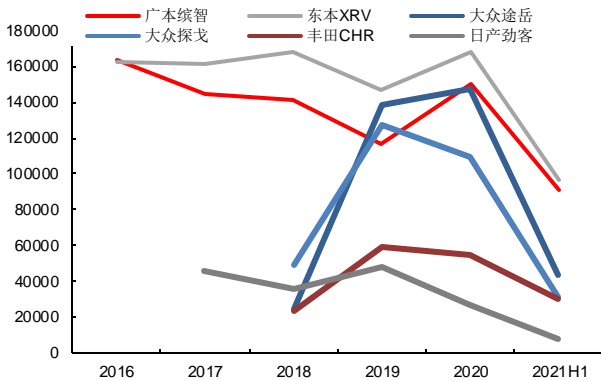
资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

图19: 小型轿车竞争格局



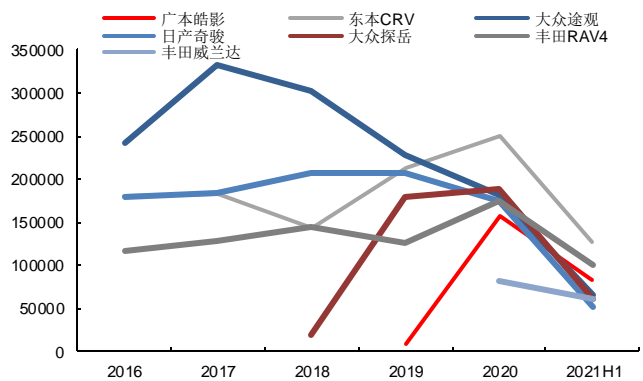
资料来源: 汽车之家, 东兴证券研究所

图20: 合资小型 SUV 竞争格局



资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

图21: 合资紧凑 SUV 竞争格局



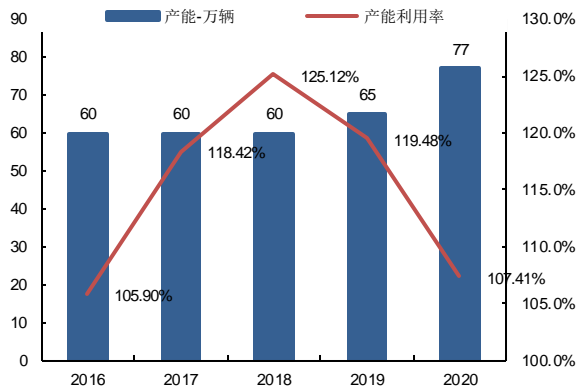
资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

**广汽本田将进入新的增长期:**

**高产能利用率:** 据广汽集团年报, 广汽本田产能近年来一直维持 100%以上的高利用率。2016-2019 年, 除收购本田 (中国) 增加 5 万产能以外, 广汽本田一直维持 60 万产能, 但其销量却从 63.8 万辆提升至 77.1 万辆, 体现广汽本田较高的运营效率。

广汽本田拥有黄埔、增城、广州开发区三个厂区, 包含四条整车生产线及一条发动机生产线, 总占地面积为 238 万平方米, 截止 2020 年底, 广汽本田基本生产能力为 77 万台。

图22：广汽本田历年产能利用率 单位：万台



资料来源：公司历年报，东兴证券研究所

表4：广汽本田四大整车生产线布局

整车厂	产能	简称
黄埔工厂	24万	一线
开发区工厂	5万	四线
增城工厂	24万	二线
	24万	三线
增城工厂—发动机产线	24万	—

资料来源：广汽本田官网，东兴证券研究所

### 广汽本田的百万产能规划：

增城工厂二线、三线、发动机线产量变动项目：据 2020 该项目的环境影响报告，广汽本田计划通过提升改造项目，通过加班的方式完成增产。将增城二线、三线工厂的产能从现在的 48 万辆提升至 62 万辆，发动机产线提升至 31 万台/每年。该增产项目主要通过增加工作时间实现产能提升，新增整车产能 14 万台，发动机产能 7 万台，总投资仅为 5010.8 万元，且 81.1% 为环保投资。

广汽本田新能源车（年产 12 万辆）产能扩大建设项目：据该项目的环评公示，本扩建项目拟在广汽本田开发区厂区新增一条汽车生产线，年产新能源乘用车 12 万辆。根据 2021 年 10 月 13 日，本田汽车电动汽车发布会，广汽本田智能电动车工厂将于 2024 年投产。

核心零部件—发动机产能保障：广汽本田发动机由广汽本田增城工厂发动机产线和东风本田发动机有限公司，后者为东风集团股份有限公司（50%）、本田技研株式会社（40%）和本田技研中国（10%）合资设立。据该公司官网，东风本田发动机有限公司负责开发、生产、销售轿车用的发动机及其零部件，并提供相应的售后服务，产品主要用于广汽本田生产的系列乘用车型。2020 年 7 月，该公司发布信息称其顺利通过 65 万台/年（新增 17 万台）发动机装配项目环评技术评审。将通过扩产使产能由现在的 48 万台/年提升至 65 万台/年。我们认为，东风本田发动机产能扩至 65 万台，广本增城工厂发动机产线将扩能至 31 万台，合计 96 万产能是广本冲击百万销量的重要保障。

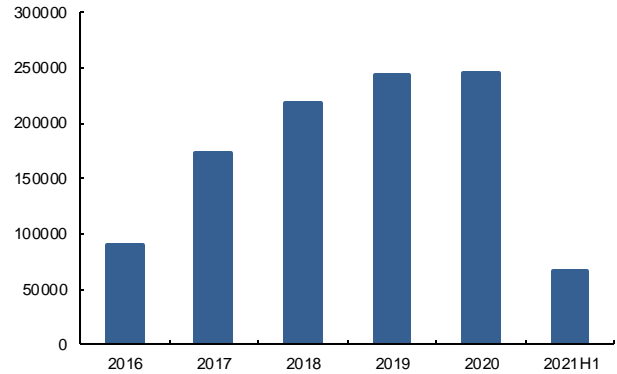
以上几个项目完成后，我们预计，广汽本田整车总产能将从现在的 77 万台于 2022 年提升到 91 万台，于 2024 年达到 103 万辆，将有效缓解当前产能不足现状。

### 广汽本田的产品规划：

型格（INTEGRA）：2021 年 9 月 28 日，广汽本田官网发布全新中级轿车—型格，作为东本思域的姊妹车型。该车型主要针对新生代年轻消费层的首购用户，将在 2021 年四季度上市。东本思域 2019-2020 年分别实现 24.4 万辆和 24.5 万辆，月均销量 2 万辆。2021 年思域完成全新换代，十一代思域上市（与广本型格同版本）。

**图23: 广汽本田型格 INTEGRA**


资料来源: 广汽本田官网, 东兴证券研究所

**图24: 东本思域销量表现**


资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

**雅阁中期改款:** 2021年10月9日, 雅阁中期改款车型上市, 售价区间为 16.98-25.98 万元。

**凌派中期改款:** 2021年9月28日, 凌派中期改款上市, 指导价格区间为 10.98-16.98 万元。

我们根据广汽本田历年成熟车型换代规律, 对主要车型换代进行大致的判断: 2022年广汽本田旗下奥德赛、缤智、皓影都将进入换代期, 2023年雅阁、凌派和冠道有望实现换代。

**表5: 广汽本田主要车型换代时间猜测**

名称	车型	现售版/上市年度	预计换代时间	新版本	主要竞品
雅阁	轿车	10代/2018	2023年	11代	凯美瑞、帕萨特、迈腾、天籁
奥德赛	MPV	5代/2013	2022年	6代	艾力绅、GL8、赛那、M8
缤智	SUV	1代/2014	2022年	2代	XR-V、途岳、探歌、劲客
凌派	轿车	2代/2018	2023年	3代	轩逸、朗逸、卡罗拉、雷凌
皓影	SUV	对应5代CRV/2016	2022年	6代	CRV、途观、奇骏、RAV4
冠道	SUV	1代/2016	2022或2023	2代	URV、汉兰达、昂科威等

资料来源: 东兴证券研究所 注: 以上车型换代时间为东兴汽车团队根据广本车型历年换代周期推算得出, 并非官方信息, 仅供参考!

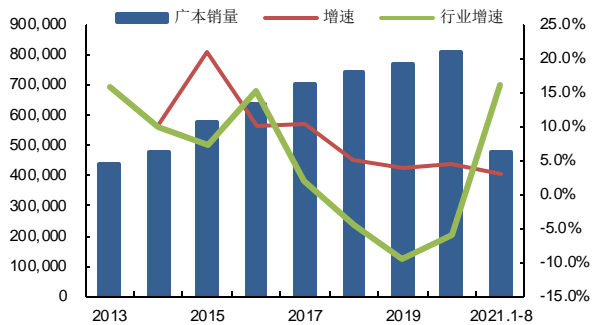
### 广汽本田的盈利估算:

**量价齐升:** 广汽本田 2017 年以来增速明显好于行业, 2017-2020 年乘用车行业复合增速为 -6.6%, 广汽本田销量复合增速为 4.6%, 平均领先行业 11.2 个百分点。2021.1-8 月, 广本受芯片影响较大, 增速落后于行业。

车型均价上, 随着 2017 年、2018 年冠道、10 代雅阁的导入, 广汽本田车型均价呈现明显提升趋势, 从 2016 年的 11.87 万元提升至 2020 年 14.7 万元。车型均价高于主要德系、美系等竞争对手。

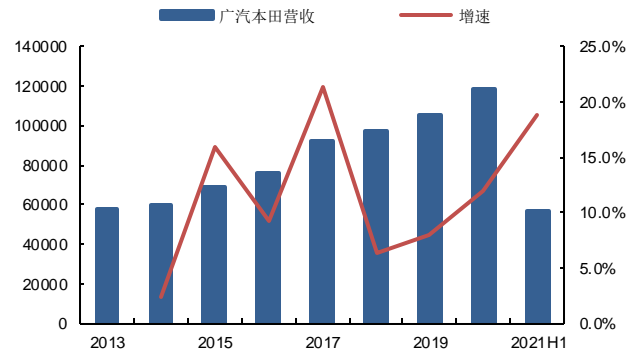
量价齐升带动广汽本田营收不断增长, 2020 年广汽本田实现营业收入 1184.3 亿元, 同比增长 12.0%, 高于销量增速。

图25: 广汽本田历年销量及增速 单位: 辆



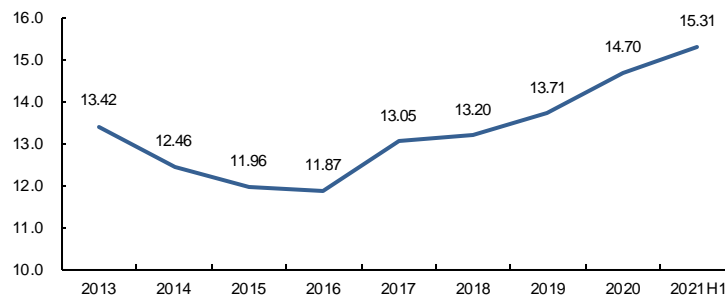
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图26: 广汽本田营收及增速 单位: 百万元



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

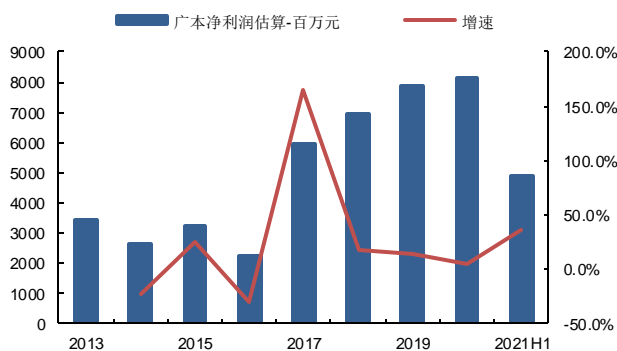
图27: 广汽本田车型均价 单价: 万元



资料来源: 据公司公告计算, 东兴证券研究所

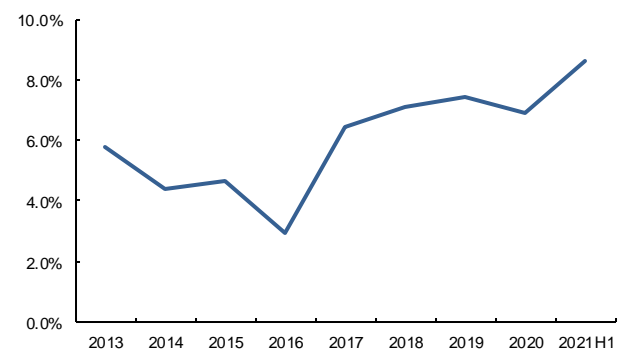
**广汽本田净利润及净利润率估算:** 按照我们的估算, 2020年广汽本田实现净利润约为81.6亿元, 对应净利润率为6.9%, 贡献投资收益约40.8亿元。广本净利润率近年来总体呈现上升趋势, 2020年与东风日产相当, 高于上汽通用。

图28: 推算广汽本田净利润及增速 单位: 百万元



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所 注: 该数据为东兴汽车团队根据公开数据估算, 仅供参考!

图29: 广汽本田净利润率估算



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2.3 广汽三菱：合资合作新阶段

广汽三菱汽车有限公司是由广汽集团股份有限公司 (50%)、三菱自动车工业株式会社 (30%)、三菱商事株式会社三方成立的合资公司。广汽三菱下设三菱销售 (中国) 有限公司, 负责三菱进口车的销售, 及广汽三菱销售有限公司。

目前广汽三菱在售车型有三款:

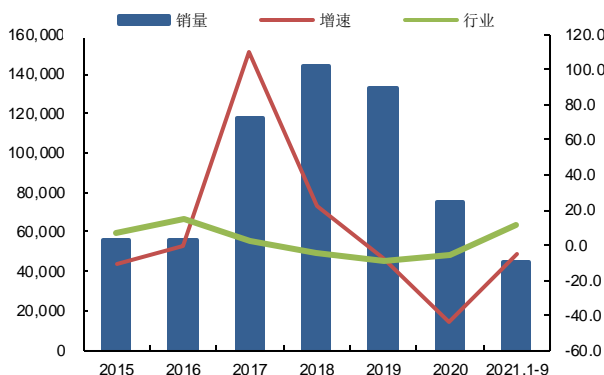
**劲炫 ASX:** 2012 年 11 月上市, 定价 9.98-13.98 万元, 小型 SUV, 主要竞品为本田 XRV、逍客等。

**欧蓝德:** 2016 年 8 月上市, 定价 15.98-22.58 万元, 紧凑 SUV, 主要竞品包括本田 CRV, 丰田荣放、大众途岳等。目前也是广汽三菱销量主体车型。

**奕歌:** 2018 年 11 月上市, 定价 12.98-18.58 万元, 紧凑 SUV, 定位在劲炫 ASX 和欧蓝德之间, 主要竞品为丰田 CHR、大众探歌等。

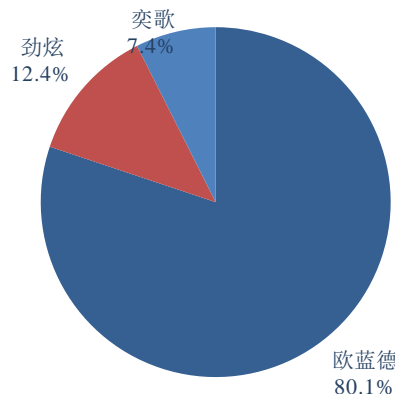
**销量情况:** 2018 年汽车行业销量下行, 广汽三菱销量开始下降。2020 年受疫情以及新车较少影响, 广汽三菱销量大幅下滑, 2021.1-9 月下降幅度有所收窄, 但仍低于行业。广汽三菱目前在售车型中, 仅欧蓝德还能维持一定的销量, 占总销量的 80.1%, 月均销量维持在 4500 辆左右。

图30: 广汽三菱历年销量及增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图31: 车型销量占比 2021.1-9



资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所

### 广汽三菱新的合作阶段: 广汽集团赋能广汽三菱

与传统的“以市场换技术”的合资模式不同, 未来中方股东广汽集团将在产品、营销理念、用户需求把握上全面赋能广汽三菱, 开启了国内车企合资合作新阶段。

**三菱汽车中期规划, 中国市场将加强与广汽集团的合作:** 三菱汽车发布的 2020-2022 年中期规划提到, 公司致力于成为“小而美”的公司, 通过成本结构改革、聚焦在东南亚国家、加强节能环保技术和发挥其在四驱和越野新能的优势等措施提升公司经营情况。区域战略上, 针对中国市场, 三菱汽车明确提出通过与合作伙伴 (广汽集团) 的共同努力, 改善其经营情况。产品战略上, 2021 年将与 GAC (广汽集团) 合作推出针对中国市场的全新纯电动 SUV。关于广汽三菱汽车有限公司的规划, 三菱汽车再次强调与广汽集团合作, 开发生产符合环境规制要求的纯电动汽车, 通过建立新的研发中心更好的实现本地化发展。

图32：与 GAC 在中国市场推出 EV 车型



资料来源：三菱汽车官网，东兴证券研究所

图33：加强与 GAC 的合作



资料来源：三菱汽车官网，东兴证券研究所

**广汽三菱汽车有限公司的中期规划：**2020年9月，广汽三菱发布2022年中期战略及品牌口号“驾驭探索之趣”。广汽三菱将通过与业务合作伙伴广汽集团的稳固联盟来增长中国市场的业务。广汽三菱将主动变革调整，以客户为中心，利用广汽三菱研发中心进行现地化研发，每年至少推出1款新车型。针对中国市场，广汽三菱将顺应国家政策，以纯电为主，广汽集团也将把技术优势导入广汽三菱，推出适应市场需求的产品。

图34：2020年9月广汽三菱中期规划发布会



资料来源：太平洋汽车网，东兴证券研究所整理

**广汽三菱研发中心投入使用，加大本地化研发：**2018年10月，广汽三菱研发中心落户长沙，2020年7月竣工投入使用。该研发中心将构建一个国际化人才团队，负责车型改款研发、技术创新等，并在造型、试验验证以及新能源等提升本土化研发能力，全面提升产业体系和配套能力，为广汽三菱提供本地化研发支持。

**广汽三菱将推出首款纯电动 SUV—阿图柯：**2021年4月，广汽三菱发布旗下首款纯电动 SUV—阿图柯 AIRTREK，该车型是广汽三菱和广汽集团联合开发的首款车型，基于广汽埃安的 Aion V 打造，将于2021年正式量产。该车型的推出打破了以往“以市场换技术”的传统合资模式，开启合资企业深度合作的新模式。

**图35：广汽三菱&广汽集团—阿图柯**


资料来源：汽车之家，东兴证券研究所

**图36：广汽三菱新能源项目开工**


资料来源：广汽三菱官网，东兴证券研究所

### 广汽三菱新车型及产能规划：

**欧蓝德：**主力车型欧蓝德将进入换代期，2021年4月，全新欧蓝德已经在美国上市。我们预计，国内有望于2022年上市。据 thenewswheel.com 的数据，2021 三季度全新欧蓝德在北美销售 10602 辆，同比增长 34%，环比增长约 60% 以上。全新换代欧蓝德或能带动广汽三菱的销量复苏。

**产能规划：**广汽三菱现有整车产能 30 万辆，发动机 30 万台，据《广汽三菱汽车有限公司新车型改造项目》，公司将于 2021 年 7 月开始对产线改造建设，预计 2021 年 10 月完工，完成产线的改造。我们判断，DG 车型即为全新一代欧蓝德，LE 车型为阿图柯。

**图37：全新一代欧蓝德**


资料来源：汽车之家，东兴证券研究所

**图38：广汽三菱汽车有限公司新车型改造项目**
**表 4.1-1 新车型改造后产品结构调整产量一览表**

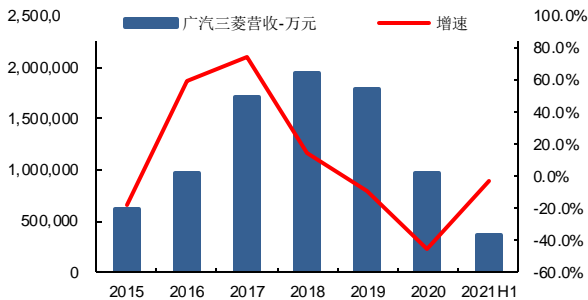
序号	产品名称	产品分类	数量（万台）		备注
			产品调整前	本次产品调整后	
1	汽车	SUV	30	19	现有工程产品生产产能调整减少 11 万台
		DG 车型	0	10	本次新增 10 万台
		LE 车型	0	1	本次新增 1 万台
2	发动机	4J11 发动机总成	8	8	不发生变化
		4J12 发动机总成	4	4	不发生变化
		4B40 发动机总成	18	18	不发生变化

资料来源：广汽三菱官网，东兴证券研究所

### 广汽三菱的业绩估算：

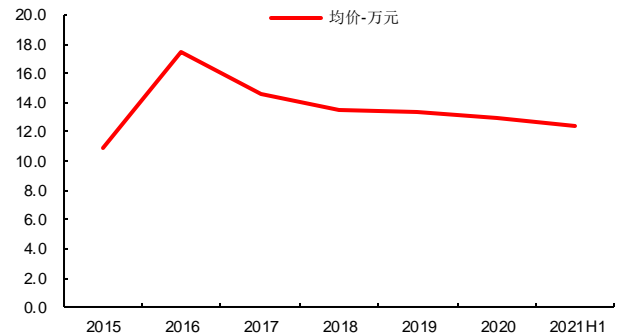
**营收与均价：**广汽三菱受销量下滑影响，2020 年实现 97.08 亿元，同比下滑 45.6%。2021 年上半年实现营收 37.0 亿元，降幅收窄至 2.5%。广汽三菱车型均价也呈现下降趋势，从 2019 年 13.43 万元，将至 2021H1 的 12.34 万元。

图39：广汽三菱营收及增速 单位：万元



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

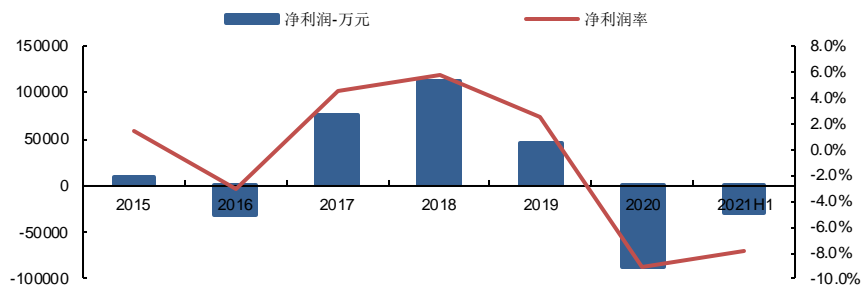
图40：广汽三菱车型均价 单位：万元



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**净利润估算：**按照我们的估算，2020年受销量大幅下滑影响，广汽三菱预计亏损额度8.7亿元，2021H1亏损额度较2020H1有所收窄。随着广汽集团的持续赋能，以及新车型的投放，广汽三菱的经营情况将复苏。

图41：广汽三菱净利润及净利润率估算 单位：万元



资料来源：东兴证券研究所整理 注：该数据为东兴汽车团队根据公司年报数据推算，仅供参考！

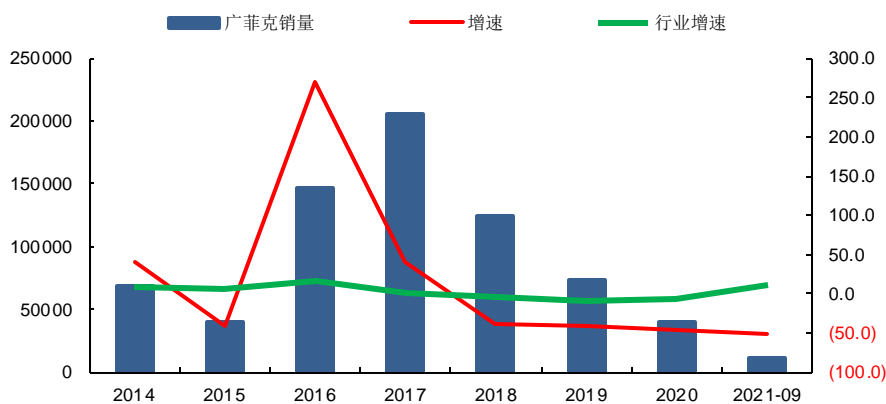
## 2.4 广汽菲克：困境之变

广汽菲亚特克莱斯勒汽车有限公司（简称广菲克）成立于2010年3月9日，由广州汽车集团股份有限公司、Stellantis以50:50的股比共同投资建设。旗下有全资子公司广汽菲克销售有限公司。

广菲克销量在2017年达到峰值为20.51万辆，当年在售车型为Jeep指南者、自由侠和自由光。Jeep定位SUV市场，且三款车也定位于主流价位段，上市初期反响较好。但随着2018年行业进入调整期，且在售车型自身产品力仍有提升空间等种种原因，广菲克销量大幅下挫。2018-2021年，广菲克销量连续多年大幅低于行业增速，2020年销量仅为4.05万辆，下降45.2%。2021.1-9月销售1.19万辆，同比下滑51.5%，仍未见企稳态势。



图42: 广菲克销量 单位: 辆



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所整理

**外方股东完成合并:** 2021年1月, 广菲克外方股东菲亚特克莱斯勒汽车公司 (FCA) 完成与标致雪铁龙集团 (PSA) 的合并, 两者组成的新集团 **Stellantis** 宣告成立。新集团拥有了 FCA 和 PSA 众多历史悠久、具备深厚底蕴的汽车品牌, 如标致、雪铁龙、欧宝、Jeep、阿尔法罗密欧、玛莎拉蒂等。

图43: 多品牌战略 1



资料来源: Stellantis 官网, 东兴证券研究所

图44: 多品牌战略 2



资料来源: Stellantis 官网, 东兴证券研究所

**Stellantis 在全球主要市场的地位:**

**欧洲市场份额第二:** 2019年 PSA 全球销售 350 万辆, 其中欧洲销量占 59.88%, PSA 在欧洲市占率为 15.6%, 2020 年 PSA 实现全球销量 251.2 万辆, 欧洲销量占 61.5%, PSA 在欧洲的市占率为 14.4%, 是欧洲仅次于大众汽车的汽车公司; 2019 年 FCA 全球销量 460 万辆, 以北美市场为主, 其在欧洲的市场份额为 6%, 2020 年市场份额为 5.9%。两家公司合计在欧洲市场份额 2019-2020 年分别为 21.6%、20.3%, 仅次于大众汽车集团。2021 上半年, Stellantis 在欧洲 30 国的整体市占率提升至 23.1%

**美国市场份额第四:** FCA 的主战场在北美, 2019 年 FCA 在北美销售 250 万辆, 在美国的销量为 220 万辆, 在美国的市占率为 12.6%, 仅次于通用、福特和丰田, 位列第四。2020 年其在北美销售 200 万辆, 美国销售 182 万辆, 市占率为 12.2%, 位居第四。

图45: PSA、FCA 在欧洲的市场份额

Europe-Passenger Cars Automaker	Years ended December 31.		
	2020 <sup>(1)</sup>	2019 <sup>(1)</sup>	2018 <sup>(1)</sup>
	Percentage of industry		
Volkswagen	25.4%	24.6%	23.9%
PSA	14.4%	15.6%	16.0%
Renault	10.3%	10.5%	10.5%
BMW	7.1%	6.6%	6.6%
Hyundai/Kia	7.0%	6.7%	6.7%
Daimler	6.4%	6.4%	6.2%
FCA <sup>(2)</sup>	5.9%	6.0%	6.5%
Toyota	5.8%	5.1%	4.9%
Ford	5.5%	6.1%	6.4%
Other	12.2%	12.4%	12.3%
<b>Total</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

资料来源: FCA2020 年报, 东兴证券研究所

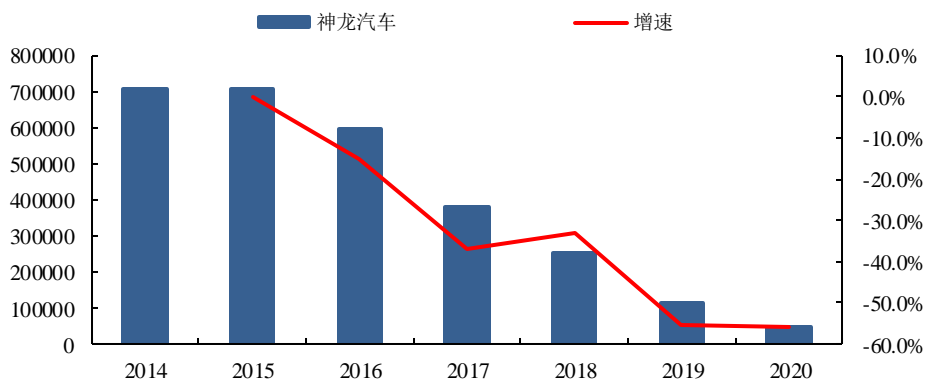
图46: FCA 在美国的市场份额

U.S. Automaker	Years ended December 31.		
	2020	2019	2018
	Percentage of industry		
GM	17.1%	16.5%	16.7%
Ford	13.7%	13.8%	14.1%
Toyota	14.2%	13.6%	13.7%
FCA	12.2%	12.6%	12.6%
Honda	9.0%	9.2%	9.1%
Hyundai/Kia	8.2%	7.6%	7.2%
Nissan	6.0%	7.7%	8.4%
Other	19.6%	19.0%	18.2%
<b>Total</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

资料来源: FCA2020 年报, 东兴证券研究所

**中国市场的低迷:** Stellantis 旗下 PSA 和 FCA 在中国的销量均较低。PSA 在中国的合资公司为神龙汽车有限公司 (与东风汽车集团股份有限公司合资), 神龙汽车的销量从 2015 年的 70 万辆, 降至 2020 年的 5.03 万辆。按中汽协 2020 年中国乘用车销量数据, Stellantis 的两家合资公司 (神龙汽车、广菲克) 在中国的市场份额合计仅为 0.5%, 与其在欧美的市场地位差距较大。

图47: 神龙汽车销量(PSA 在中国合资公司) 单位: 辆



资料来源: 东风集团股份有限公司公告, 东兴证券研究所整理

**Stellantis 将发布全新中国战略:** 据汽车之家报道, 2021 年 4 月, Stellantis 全球执委会成员、中国区首席运营官奥立维称, Stellantis 不打算放弃在中国市场进一步发展的计划, Stellantis CEO 唐唯实亲自带领一个特别研究小组, 正在紧锣密鼓地研究集团在中国市场未来的战略, 这个战略会在 2021 年底发布。

2021 年 9 月 8 日, Stellantis 官方公众号发布声明: 自 Stellantis 成立之日起, 集团就将中国市场视为重要的战略性市场, 集团也正在制订针对其在中国市场发展的全新“战略规划”, 该战略规划将在今年年底公布。

该声明还称, 经过 Stellantis 与广汽集团双方股东的讨论, 广汽菲克合资公司将专注于其在长沙工厂的生产, 以提升该工厂的产能利用率, 进一步降低企业运维成本、提升合资公司管理效率, 有效增强企业的综合竞争力与盈利能力。

**广菲克产能将调整:** 目前广菲克在国内共有两个整车工厂和一个发动机工厂, 合计整车产能 32.8 万辆:

**长沙工厂:** 一期产能规划 16.4 万辆, 主要生产车型包括全新 Jeep 自由光、大指挥官以及菲亚特菲翔、致悦。

**发动机工厂:** 发动机工厂位于长沙国家经济技术开发区, 目前产能规划 48.8 万台。主要生产菲克集团全新研发的 GSE 和 GME 两款涡轮增压发动机, 排量为 1.3 升和 2.0 升, 配套广汽菲克所有国产车型。

**广州工厂:** 一期产能规划 16.4 万辆, 广州工厂于 2016 年 4 月 18 日正式落成投产, 目前已生产全新 Jeep 自由侠、全新 Jeep 指南者。

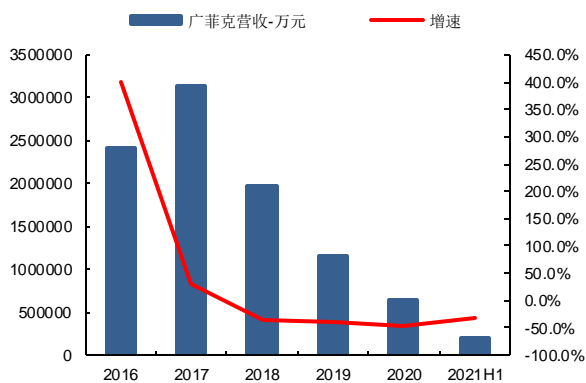
据广州日报 2021 年 9 月 7 日报道, 广汽菲克股东双方决议实施广州工厂产线转移。广州工厂将于 2021 年内完成主要产线设备转移至长沙工厂, 其他资产分类处置。至 2022 年 3 月完成注销“广汽菲亚特克莱斯勒汽车有限公司广州分公司”。在 广州产线转移后, 广汽菲克将集中优势资源专注于长沙总部生产基地的品质提升与运营管理, 同时有利于大幅提升长沙工厂产能利用率、进一步降低企业运维成本、提升合资公司管理效率, 有效增强企业的综合竞争力与盈利能力。我们认为, 广州日报的报道与 Stellantis 声明方向一致, 广菲克通过优化多余产能, 盘活资产, 提升运营质量。

我们认为, 广菲克已经是最差的时刻, 股东双方积极配合、通力合作, 通过产能调整、实施全新的中国战略, 以改变广菲克经营状况, 其目前最差的状态终将改变。

**广菲克的盈利估算:**

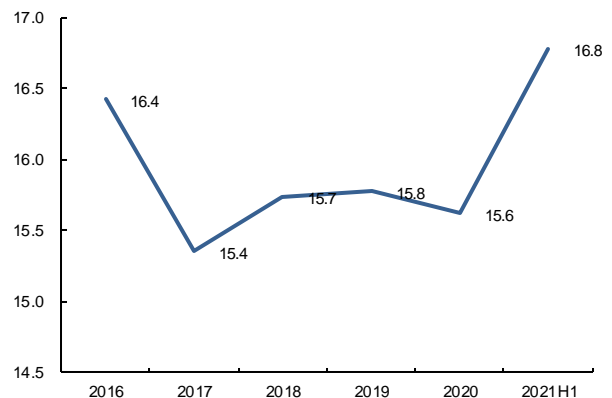
**营收及均价:** 广菲克受销量下滑影响, 营收同样低迷。2020 年广菲克实现营业收入 63.3 亿元, 同比下降 45.7%, 2021H1 实现营收 19.7 亿元, 同比仍下滑 33.1%。单车均价上, Jeep 品牌车型均价仍然相对较高, 近几年维持在 15 万元以上。

图48: 广菲克营收及增速 单位: 万元



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

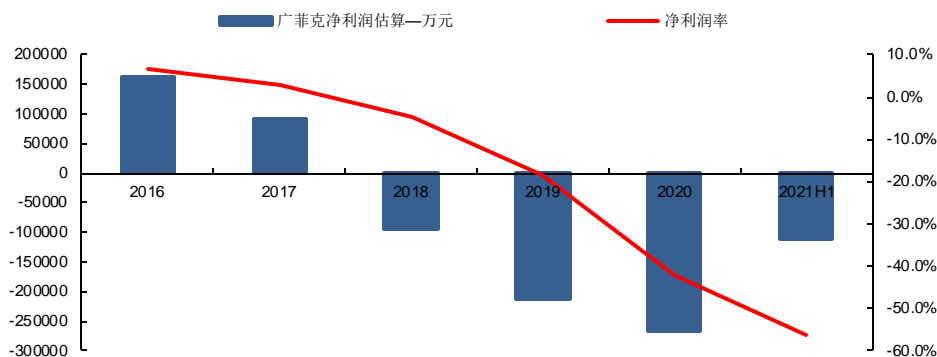
图49: 广菲克单车均价 单位: 万元



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**广菲克净利润估算:** 据我们估算, 2016 年广菲克销量较高, 实现净利润 16.2 亿元, 对应净利润率 6.7%。2018 年广菲克销量大幅下滑, 产能利用率下降, 开始出现亏损。据 2020 年广汽集团年报中广菲克总资产、总负责及所有者权益的变化, 我们估算 2020 年广菲克亏损规模在 27 亿元左右。

图50：广菲克净利润估算 单位：万元



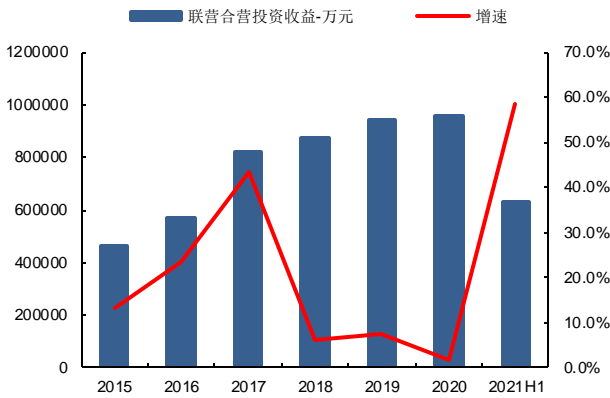
资料来源：东兴证券研究所整理 注：广菲克净利润数据根据长期股权投资及广菲克净资产数据估算，仅供参考！

### 3. 广汽集团投资收益将进入快速增长期

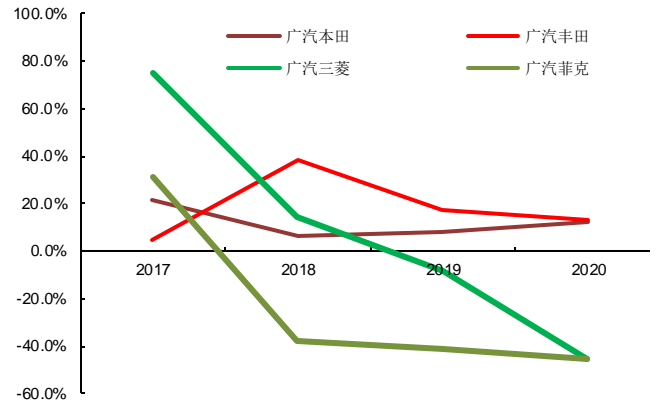
#### 3.1 2018-2020 年增速平稳：两田向上、广菲克，三菱向下

**两田的增长被广菲克、三菱的亏损对冲：**2018 年至今，广汽丰田和广汽本田先后进入增长周期，但广菲克和广汽三菱开始亏损且幅度不断加大，导致总体投资收益增速不高。2017-2020 年，合营联营投资收益复合增长率仅为 5.1%。

2017-2020 年，广汽丰田销量、收入和净利润（估算值）的复合增长率分别为 20.0%、22.4%和 32.1%。广汽本田销量、收入和净利润（估算值）的复合增速分别为 4.6%、8.8%和 11.3%。广汽三菱销量、收入复合增速分别为-13.9%、-17.2%，其净利润（估算值）也盈转亏。广汽菲克销量、收入复合增速分别为-41.8%、-41.4%，其净利润（估算值）也由盈到大幅亏损。

**图51: 联营合营投资收益及增速 单位: 万元**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图52: 四家合资车企营收增速对比 2017-2020**


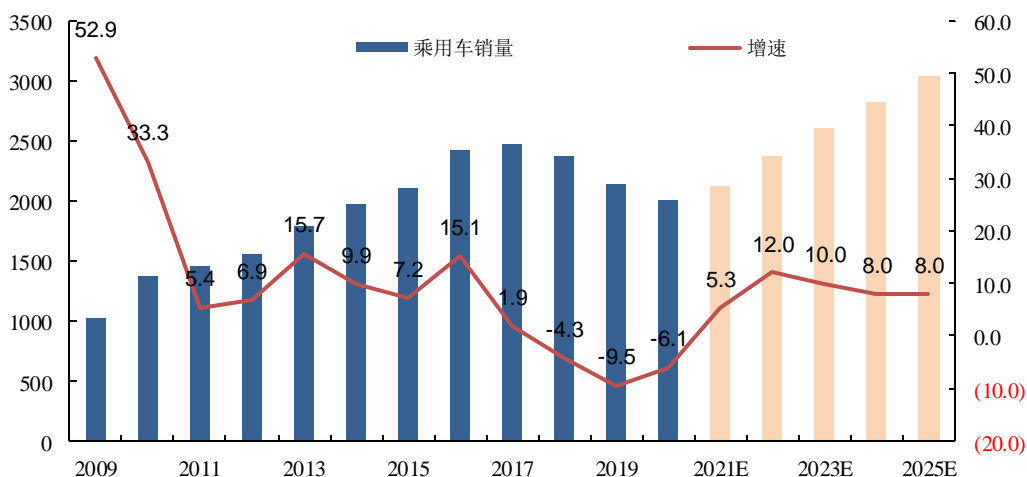
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 3.2 2022 年将进入快速增长期: 四家合资公司同向共振

#### 3.2.1 行业将进入复苏周期

**2020-2025 年乘用车行业复合增速预计为 8.6%:** 乘用车需求具备明显周期属性, 乘用车需求由居民购买力和购车意愿构成, 购买力与经济周期相关。因此, 乘用车销量增速总是呈现波动走势。2018 年, 我国乘用车销量开始负增长, 从 2017 年销量高点 2474.4 万辆, 跌至 2020 年的 2013.6 万辆。我们认为, 经过三年的负增长期, 国内乘用车行业有望进入复苏周期。

但本轮乘用车复苏周期被新冠疫情和随之而来的汽车半导体短缺所拉长, 如果 2022 年疫情和汽车半导体影响缓解, 汽车销量有望大幅反弹, 我们判断, 我国乘用车销量 2020-2025 年复合增速有望达到 8.6%。

**图53: 国内乘用车销量预测**


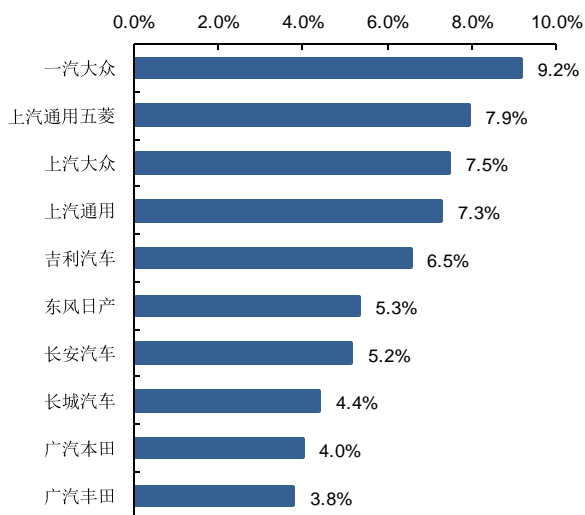
资料来源: 中汽协, 东兴证券研究所整理 注: 2021-2025 年为东兴汽车团队预测, 仅供参考!

#### 3.2.2 合资市场集中度提升, 两田受益

**国内汽车市场份额分散，集中度提升正当时：**据我们对发达国家汽车市场的研究，除美国市场相对分散以外，德国、日本、韩国、法国、意大利等汽车市场集中度都较高，基本呈现 2-3 家车企占据 50% 以上的市场格局。即使美国，2020 年 TOP5 的市场份额仍然达到 66%。2020 年我国 TOP5 市场份额仅为 38.4%。

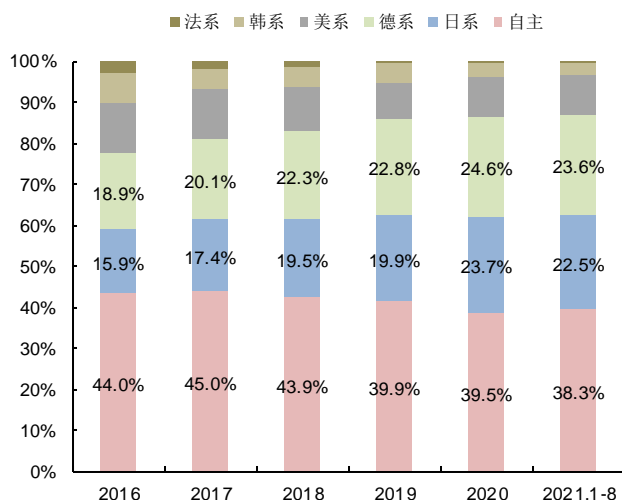
**我国汽车市场已经呈现集中度提升的趋势：**德系、日系份额提升，美系、法系韩系在明显萎缩，自主品牌总体份额虽有所下降，但一线车企占自主品牌的市场份额在明显提升。

图54：2020年我国乘用车市场份额



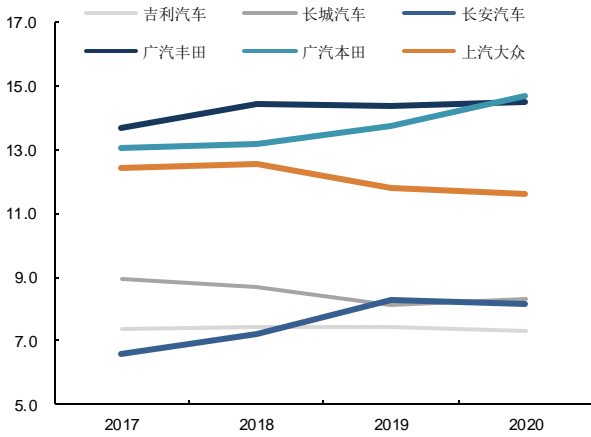
资料来源：乘联会，东兴证券研究所

图55：我国乘用车车系结构

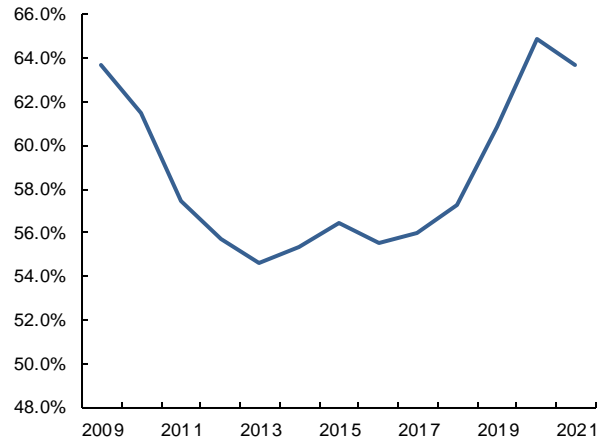


资料来源：wind，东兴证券研究所

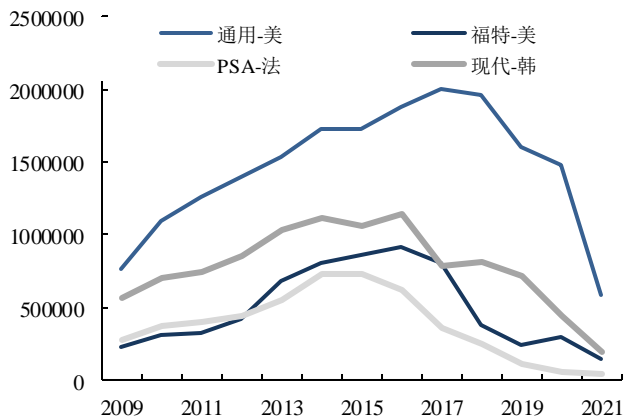
**市场集中度提升路径—自主、合资市场各自完成集中度提升：**自主与合资车企主打不同细分市场，其中一线自主车企均价总体上在 10 万元以内（近年来在缓慢提升），合资车企均价总体上在 13-15 万元。我们认为，在我国乘用车市场集中度提升的路径将是：1) 自主车企完成 15 万以内市场的集中度提升，最终形成几家实力较强、销量在 200 万辆以上的一线自主车企。2) 合资车企完成 15 万以上市场的集中度提升，最终形成日系、德系几家实力较强的合资车企。3) 一线自主持续向上，与合资车企展开直接的竞争交锋。我们认为，未来 5 年，汽车市场集中度的主要趋势是自主、合资市场各自完成集中度提升。

**图56: 主要自主与合资车企均价对比 单位: 万元**


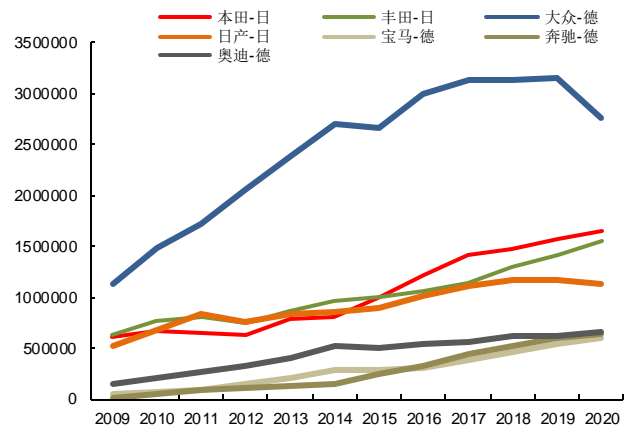
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所 注: 吉利均价不含领克

**图57: 自主车企 TOP5 市占率—2021.1-6**


资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所 注: 该市占率为自主 TOP5/自主销量

**图58: 美法韩销量的持续下滑—2021.1-6 单位: 辆**


资料来源: 乘联会, 公司公告, 东兴证券研究所

**图59: 主要合资车企在中国销量 单位: 辆**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

**两田市场份额将提升:** 我们在报告第二部分已经论述了广汽丰田、广汽本田新车型及产能规划, 随着两田新车型的不断投入, 新建产能的投产, 广汽丰田、广汽本田有望持续提升。我们预计, 假设疫情与汽车芯片供应影响缓解, 广汽丰田和广汽本田在 2022 销量均有望达到 100 万辆。

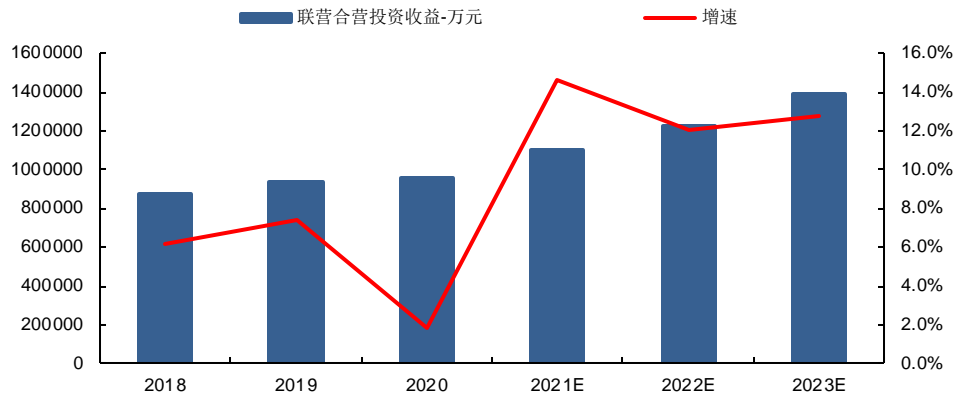
### 3.2.3 广汽三菱与广菲克的改善

**广汽三菱:** 尽管 2021 年受疫情和芯片短缺的影响, 广汽三菱销量及经营情况已基本企稳。2022 年随着全新欧蓝德上市, 广汽集团持续在电动车、营销等层面赋能, 广汽三菱有望于 2022 年复苏向上。我们预计, 广汽三菱 2022 年销量有望达到 10 万辆以上, 接近 2019 年水平。

**广菲克:** 2021 年广菲克受芯片影响, 销量持续下滑, 已处于历史最差状态。2021 年外方股东 Stellantis 将发布全新的中国战略, 同时, 广州工厂产能优化, 盘活资产。我们认为, 广菲克有望在中外双方股东的通力合作下, 2022 年迎来好转。

总之，2022年后，广汽集团旗下四家合资公司将同向共振，两田持续向好，广汽三菱与广菲克改善。根据我们的预测，2020-2023年合营联营投资收益复合增速将达到13.1%，较2017-2020年增速大幅提升。

图60：联营合营投资收益预测 单位：万元



资料来源：公司公告，东兴证券研究所 注：2021E-2023E为预测值，仅供参考！

## 4. 主要结论

**广汽集团投资收益构成：**投资收益主要由合营联营企业贡献，合营联营企业由整车、零部件、物流和金融等企业构成，而零部件等企业以配套、服务整车企业为主，其经营与整车企业有较强的相关性。因此，我们选择对投资收益影响最大的四家整车合资公司作为重点分析对象，对其进行分析和预测。

**投资收益增长有望提速：**2018年至今，广汽丰田和广汽本田先后进入增长周期，但广菲克和广汽三菱开始亏损且幅度不断加大，导致投资收益增速不高。2017-2020年合营联营投资收益复合增长率仅为5.1%。2020-2023年该投资收益增长有望提速，复合增速预计将超过13%。1) 乘用车行业将进入复苏周期，我们判断，我国乘用车销量2020-2025年复合增速有望达到8.6%。2) 合资汽车市场集中度提升，两田受益。广汽丰田和广汽本田在2022年销量均有望达到或超过100万辆。3) 广汽三菱进入新的合资合作阶段，广汽集团持续赋能，叠加新车型投放，广汽三菱有望改善；广菲克已是最差时刻，外方股东将发布全新中国区战略，产能优化措施将落地。

**两田份额将持续提升：**1) 广汽丰田：2021年来，广丰新产品投放节奏加快。凌尚、全新汉兰达、赛那、锋兰达、VENZA都将于2021-2022年发布。新产能投放，2022年广汽丰田产能将从2020年的60万产能扩充至100万辆。第四、第五产线将用来生产全新车型，如赛那、全新汉兰达以及全新SUV等。2) 广汽本田：大单品策略的成功，十一代思域姊妹车型—广本型格将上市。依据广本成熟车型代系规律，我们预计，2022年奥德赛、缤智、皓影都将进入换代期，2023年雅阁、凌派和冠道有望实现换代；新产能释放，广汽本田整车总产能将从77万台于2022年提升到91万台，于2024年达到103万辆，且广本产能提升所投入的资金较少。

**广汽三菱与菲克的改善：**1) 广汽三菱：广汽集团持续赋能合资公司，开启合资新模式，加大本地化研发。主力车型欧蓝德进入换代期。2) 广汽菲克：广菲克已经是最差的时刻，股东双方积极配合、通力合作，通过产能调整、实施全新的中国战略，以改变广菲克经营状况，目前最差的状态终将改变。



**公司盈利预测及投资评级：**我们看好公司合营联营业务的发展，2022 年及以后，四家合资公司有望同向共振。我们预计公司 2021—2023 年归母净利润分别为 81.7 亿元、129.1 亿元和 157.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.79、1.25 和 1.52 元。按照 2021 年 10 月 22 日 A、H 收盘价，对应广汽集团 A 股 PE 值分别为 22、14 和 11 倍，广汽集团 H 股 PE 值分别为 8、5 和 4 倍，维持“强烈推荐”评级。

## 5. 风险提示

行业需求低迷、公司新车型不及预期、新能源汽车发展不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	56865	56643	66206	81664	100680	<b>营业收入</b>	59704	63157	80924	108109	130605
货币资金	32243	28500	34147	42928	55262	<b>营业成本</b>	55148	58659	71994	91342	109283
应收账款	3466	4317	5115	6220	7885	营业税金及附加	1356	1364	1792	2365	2875
其他应收款	1061	1167	1495	1998	2414	营业费用	4553	3641	4451	6054	7183
预付款项	1284	1158	1302	1485	1704	管理费用	3244	3356	4208	5730	6922
存货	6928	6622	8087	10055	11790	财务费用	26	35	59	4	-44
其他流动资产	4036	4950	5838	7198	8322	研发费用	1002	976	1214	1730	2090
<b>非流动资产合计</b>	80545	86164	90882	95969	100173	资产减值损失	-554.5	-714.59	800.32	890.33	984.85
长期股权投资	31982	33381	34049	34730	35424	公允价值变动收益	95.35	292.69	0.00	0.00	0.00
固定资产	17474	18360	19115	19163	19113	投资净收益	9625.8	9910.78	10970.74	12289.78	13862.42
无形资产	11667	13887	17026	20182	23406	加:其他收益	2308.1	1249.97	1249.97	1249.97	1249.97
其他非流动资产	1546	1074	1396	1339	1269	<b>营业利润</b>	5682	5638	8625	13534	16423
<b>资产总计</b>	137410	142807	154333	172903	194053	营业外收入	661.48	108.99	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	41585	42385	48368	53348	58451	营业外支出	49.23	51.83	0.00	0.00	0.00
短期借款	1884	3556	2441	2789	3161	<b>利润总额</b>	6294	5695	8625	13534	16423
应付账款	12143	11802	14961	18554	22454	所得税	-417	-356	431	609	690
一年内到期的非流动负债	4106	3020	6560	5562	5047	<b>净利润</b>	6711	6051	8194	12925	15734
<b>非流动负债合计</b>	13370	13763	11042	11872	12391	少数股东损益	94	85	20	15	20
长期借款	1854	2879	3879	4679	5279	归属母公司净利润	6618	5966	8174	12910	15714
应付债券	5838	5594	2993	2993	2993	<b>主要财务比率</b>					
<b>负债合计</b>	54955	56147	59410	65220	70841	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	
少数股东权益	2320	2339	2359	2374	2394	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	10238	10350	10350	10350	10350	营业收入增长	-17.51	5.78%	28.13%	33.59%	20.81%
资本公积	22704	23030	23030	23030	23030	营业利润增长	-51.21	-0.77%	52.99%	56.91%	21.35%
未分配利润	41559	44850	51771	62698	76001	归属于母公司净利润增长	-39.30	-9.85%	37.01%	57.94%	21.72%
归属母公司股东权益合计	80134	84321	92273	105009	120509	<b>获利能力</b>					
<b>负债和所有者权益</b>	137410	142807	154333	172903	194053	毛利率(%)	7.63%	7.12%	11.03%	15.51%	16.33%
						净利率(%)	11.24%	9.58%	10.13%	11.96%	12.05%
						总资产净利润(%)	4.82%	4.18%	5.30%	7.47%	8.10%
						ROE(%)	8.26%	7.08%	8.86%	12.29%	13.04%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	40%	39%	38%	38%	37%
<b>经营活动现金流</b>	-381	-2887	2219	5335	7881	流动比率	1.37	1.34	1.37	1.53	1.72
净利润	6711	6051	8194	12925	15734	速动比率	1.20	1.18	1.20	1.34	1.52
折旧摊销	4165.13	4937.43	4573.68	5415.16	6248.43	<b>营运能力</b>					
财务费用	26	35	59	4	-44	总资产周转率	0.44	0.45	0.54	0.66	0.71
应收帐款减少	-1308	-851	-798	-1105	-1665	应收账款周转率	21	16	17	19	19
<b>投资活动现金流</b>	-4826	469	1075	643	1348	应付账款周转率	5.06	5.28	6.05	6.45	6.37
公允价值变动收益	95	293	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资减少	0	0	813	-925	-1026	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.58	0.79	1.25	1.52
投资收益	9626	9911	10971	12290	13862	每股净现金流(最新摊薄)	-0.74	-0.41	0.37	0.57	0.90
<b>筹资活动现金流</b>	-2325	-1794	576	-125	85	每股净资产(最新摊薄)	7.83	8.15	8.92	10.15	11.64
应付债券增加	-2237	-244	-2601	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	317	1025	1000	800	600	P/E	26.51	29.71	21.82	13.81	11.35
普通股增加	5	112	0	0	0	P/B	2.20	2.11	1.93	1.70	1.48
资本公积增加	322	326	0	0	0	EV/EBITDA	16.29	15.85	8.06	8.00	6.17
<b>现金净增加额</b>	-7532	-4213	3869	5853	9314						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	广汽集团（601238）：9月销量环比改善，广丰销量结构优化	2021-10-10
公司普通报告	广汽集团（601238）：多款重磅新车亮相，未来增长可期	2021-09-29
公司普通报告	广汽集团（601238）8月份销量点评：缺芯致短期销量承压，不改长期增长趋势	2021-09-12
公司普通报告	广汽集团（601238）：业绩符合预期，埃安混改在即	2021-08-31
公司深度报告	广汽集团（601238）深度报告系列4：站在新高的起点，展望星辰大海	2021-08-29
公司普通报告	广汽集团（601238）：广汽自主复苏态势明显	2021-08-08
公司普通报告	广汽集团（601238）：新组织模式下首车上市，广汽轿车的翻身之作	2021-08-01
公司深度报告	广汽集团（601238）：广汽系的混动技术实力如何？	2021-07-22
行业深度报告	【东兴汽车】汽车行业研究报告：智能驾驶之路	2021-05-18
行业普通报告	汽车行业报告：智能电动化下自主企业大机遇	2021-04-20
行业深度报告	汽车行业：OTA催化乘用车消费大变革	2021-01-13
行业普通报告	汽车行业：如何看五菱宏光MINIEV月销量破3万辆？	2020-12-06
行业普通报告	汽车行业：中国市场已成为特斯拉业务全球化重要一环	2020-11-18
行业普通报告	汽车行业：站在新能源车《规划》（至35年）上看造车“新势力”发展	2020-11-04

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009 年至今曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

## 研究助理简介

### 张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526